



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ  
ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ  
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ  
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ (EMBA)

**Διπλωματική Εργασία**

***Η χρησιμότητα των οικονομικών καταστάσεων για την  
αξιολόγηση της εταιρικής επίδοσης***

**Μαρματσούρης Ιωάννης**

**Πειραιάς, 2019**

## Παράρτημα Β: Βεβαίωση Εκπόνησης Διπλωματικής Εργασίας



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

#### ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

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

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

Η χρησιμοποίηση των οικονομικών καταστάσεων για την αξιολόγηση της εταρχεικής επίδοσης  
έχει συγγραφεί από εμένα αποκλειστικά και στο σύνολό της. Δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού προγράμματος ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό, ούτε είναι εργασία ή τμήμα εργασίας ακαδημαϊκού ή επαγγελματικού χαρακτήρα.

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

Υπογραφή Μεταπτυχιακού Φοιτητή/ τριάς

Ονοματεπώνυμο ΜΑΡΜΑΤΣΟΥΡΗΣ ΙΩΑΝΝΗΣ

Ημερομηνία

21/5/2019

*Αφιερώνεται στην κόρη μου Ίριδα*

# Η χρησιμότητα των οικονομικών καταστάσεων για την αξιολόγηση της εταιρικής επίδοσης

Μαρματσούρης Ιωάννης

Σημαντικοί όροι: Οικονομικές καταστάσεις, Εταιρική επίδοση, Μοντέλα αποτίμησης επιχειρήσεων, Εξαγορές

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να εξετάσει την χρησιμότητα των οικονομικών καταστάσεων στην αποτίμηση εταιρειών με βασικές αιτίες ενδιαφέροντος τις εξαγορές και συγχωνεύσεις, την διαχείριση χαρτοφυλακίου και την εταιρική οικονομική διαχείριση.

Όπως είναι γνωστό τα τελευταία χρόνια ο αριθμός των εξαγορών και συγχωνεύσεων αυξάνεται όλο και περισσότερο στην προσπάθεια των εταιρειών να επεκταθούν ραγδαία αναπτύσσοντας καλύτερες συνέργειες και οικονομίες κλίμακας. Μέσα στο πλαίσιο αυτής της κατάστασης είναι αρκετά ενδιαφέρον να δούμε την χρησιμότητα των οικονομικών καταστάσεων στην αξιολόγηση της εταιρικής επίδοσης με απώτερο σκοπό να καταλάβουμε αν τέτοιου είδους κινήσεις είναι τελικά συμφέρουσες ή όχι και ποιοι είναι εκείνοι οι παράγοντες που επηρεάζουν την τελική τους έκβαση.

Με στόχο την καλύτερη κατανόηση της χρησιμότητας των οικονομικών καταστάσεων θα εξετάσουμε μια πραγματική περίπτωση εξαγοράς ελληνικής μικρομεσαίας επιχείρησης παροχής υπηρεσιών από ανταγωνίστρια πολυεθνική εταιρεία (Για λόγους εχεμύθειας όμως δεν θα αναφερθούμε σε ονόματα εταιρειών).

Για να μπορέσουμε να αναλύσουμε την συγκεκριμένη εξαγορά θα κάνουμε μία ευρύτερη παρουσίαση των πιο διαδεδομένων μοντέλων αποτίμησης εταιρειών καταλήγοντας στο συμπέρασμα ότι για την συγκεκριμένη περίπτωση η καταλληλότερη μέθοδος εφαρμογής είναι η προεξόφληση των ταμειακών ροών.

Εφαρμόζοντας το μοντέλο θα καταλήξουμε στο συμπέρασμα ότι τελικά ήταν συμφέρουσα η εξαγορά.

## *Ευχαριστίες*

*Θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τον επιβλέποντα Καθηγητή κ. Σώρρο Ιωάννη για την πολύτιμη καθοδήγηση και οργάνωση της διπλωματικής μου εργασίας, την πολύτιμη βοήθειά του στην επίβλεψη και διόρθωση της διπλωματικής καθώς και για την υπομονή του.*

## ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ

| Αριθμός     | Τίτλος  | Σελίδα |
|-------------|---|--------|
| Πίνακας 4.1 | Τελική αποτίμηση εμπορικής αξίας της Ελληνικής εταιρείας (ποσά σε ευρώ) | 54     |

## ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

| Αριθμός       | Τίτλος  | Σελίδα |
|---------------|---|--------|
| Διάγραμμα 1.1 | Λόγοι Πραγματοποίησης Ε & Σ   | 8      |
| Διάγραμμα 1.2 | Διάκριση των συστατικών της τιμής εξαγοράς  | 14     |
| Διάγραμμα 2.1 | Διάγραμμα εξοφλήσεων δικαιωμάτων αγοράς και πώλησης                                       | 35     |
| Διάγραμμα 2.2 | Οι επιλογές στα Μοντέλα Αποτίμησης  | 39     |
| Διάγραμμα 2.3 | Οι επιλογές στα Μοντέλα Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών                                       | 46     |
| Διάγραμμα 3.1 | Εξέλιξη των ταμειακών ροών και της καθαρής παρούσας αξίας στη δεκαετία (Ποσά σε ευρώ).    | 52     |
| Διάγραμμα 3.2 | Εξέλιξη των κερδών, των αποσβέσεων και του κεφαλαίου κίνησης στη δεκαετία (Ποσά σε ευρώ). | 52     |

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

|  | Σελίδα    |
|--|-----------|
| Περίληψη.....  | 3         |
| Ευχαριστίες.....   | 4         |
| Κατάσταση Πινάκων.....   | 5         |
| Κατάσταση Διαγραμμάτων.....  | 5         |
| <b>Κεφάλαιο 1: Εξαγορές &amp; Συγχωνεύσεις.....</b>                                      | <b>7</b>  |
| 1.1 Εισαγωγή-Ορισμοί.....  | 7         |
| 1.2 Λόγοι Εξαγορών.....  | 8         |
| 1.3 Κατηγορίες Εξαγορών.....   | 12        |
| 1.4 Διαδικασία Εξαγοράς.....   | 13        |
| 1.4.1 Εισαγωγή.....  | 13        |
| 1.4.2 Στάδια Εξαγοράς.....   | 14        |
| 1.5 Συμπεράσματα.....  | 23        |
| 1.6 Βιβλιογραφία Κεφαλαίου.....  | 23        |
| <b>Κεφάλαιο 2: Μοντέλα Αποτίμησης Επιχειρήσεων.....</b>                                  | <b>24</b> |
| 2.1 Εισαγωγή.....  | 24        |
| 2.2 Μέθοδοι Αποτίμησης.....  | 24        |
| 2.2.1 Προεξόφληση Ταμειακών Ροών.....  | 24        |
| 2.2.2 Σχετική Αποτίμηση.....   | 31        |
| 2.2.3 Αποτίμηση ενδεχόμενων Απαιτήσεων.....  | 34        |
| 2.3 Αξιολόγηση Μοντέλων Αποτίμησης.....  | 37        |
| 2.4 Επιλογή Κατάλληλου Μοντέλου Αποτίμησης.....  | 38        |
| 2.4.1 Παράμετροι Επιλογής Μοντέλων Αποτίμησης.....                                       | 39        |
| 2.4.2 Επιλογή του Κατάλληλου Μοντέλου Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών.....                   | 41        |
| 2.4.3 Επιλογή του Κατάλληλου Μοντέλου Σχετικής Αποτίμησης.....                           | 46        |
| 2.4.4 Επιλογή του Κατάλληλου Μοντέλου Αποτίμησης Ενδεχόμενων Απαιτήσεων.....             | 48        |
| 2.5 Συμπεράσματα.....  | 48        |
| 2.6 Βιβλιογραφία Κεφαλαίου.....  | 48        |
| <b>Κεφάλαιο 3: Εφαρμογή Θεωρητικού Μοντέλου Εξαγοράς στην Ελληνική<br/>εταιρεία.....</b> | <b>49</b> |
| 3.1 Εισαγωγή.....  | 49        |
| 3.2 Εφαρμογή Μοντέλου Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών με αποτίμηση εταιρείας.....            | 49        |
| 3.3 Βιβλιογραφία Κεφαλαίου.....  | 53        |
| <b>Κεφάλαιο 4: Τελική Αποτίμηση της Εξαγοράς.....</b>                                    | <b>54</b> |
| 4.1 Σύγκριση θεωρητικού μοντέλου με την πραγματική αξία αγοράς.....                      | 54        |
| 4.2 Συμπεράσματα.....  | 55        |
| <b>Βιβλιογραφία.....</b>   | <b>56</b> |
| <b>Παραρτήματα</b>   |           |
| Παράρτημα 1.....   | 57        |
| Παράρτημα 2.....   | 59        |
| Παράρτημα 3.....   | 59        |
| Παράρτημα 4.....   | 60        |
| Παράρτημα 5.....   | 61        |

## **ΚΕΦ 1 Εξαγορές & Συγχωνεύσεις**

### **1.1 Εισαγωγή-Ορισμοί**

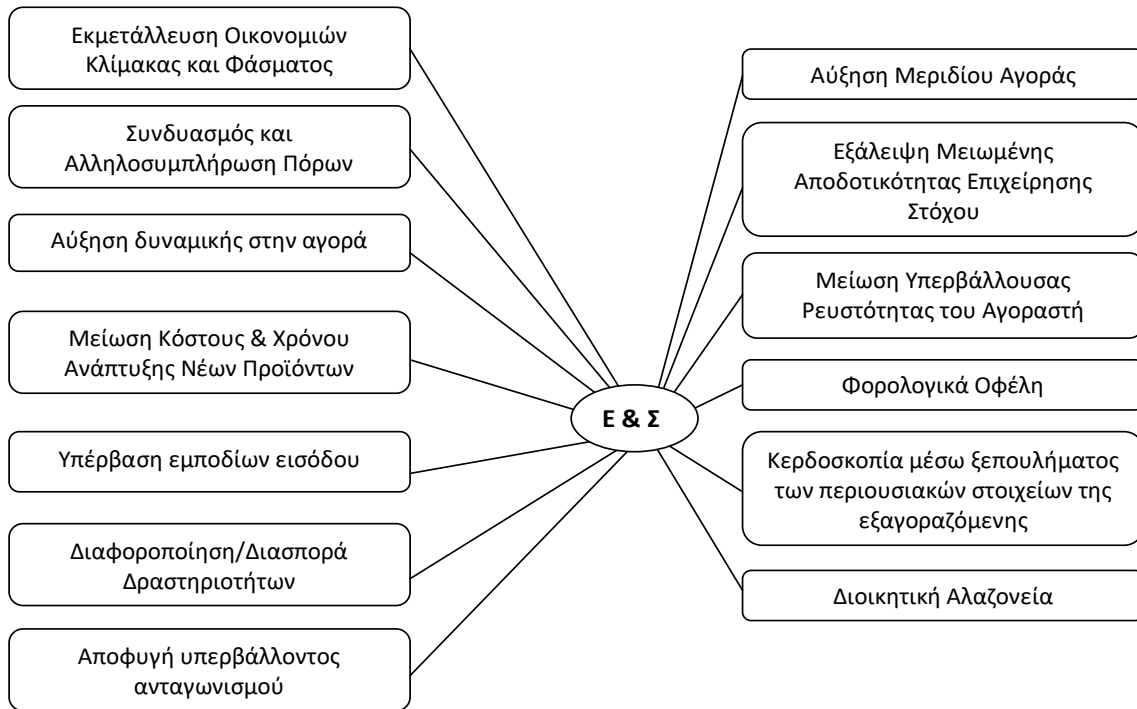
Ο πιο δημοφιλής τρόπος στρατηγικής ανάπτυξης για πολλά χρόνια ήταν μέσω των εξαγορών. Ξεκινώντας από τις ΗΠΑ θα μπορούσαμε να διακρίνουμε 5 κύματα εξαγορών και συγχωνεύσεων. Το πρώτο εμφανίζεται μεταξύ των ετών 1898-1902 όπου δημιουργήθηκαν μονοπώλια, το δεύτερο μεταξύ 1925-1930 το οποίο χαρακτηρίζεται για τις εξαγορές συμπληρωματικών-συσχετιζόμενων επιχειρήσεων, το τρίτο από το 1966-1968 όπου εδώ δημιουργούνται πραγματικά μεγάλοι κολοσσοί από μη συ σχετιζόμενες επιχειρήσεις, το τέταρτο έλαβε χώρα μετά το 1974 και το πέμπτο εμφανίζεται πλέον στην δεκαετία του 1990 όπου ο αριθμός των συγχωνεύσεων γνώρισε πραγματικά αλματώδη αύξηση (Jemison D.B,σελ.107-116). Είναι χαρακτηριστικό ότι το 2000 η παγκόσμια αξία εξαγορών ξεπερνούσε τα \$3,4 τρις. Αντίθετα η συνεχιζόμενη χρηματιστηριακή πτώση και αβεβαιότητα, μείωσε τις κινήσεις εξαγορών και συγχωνεύσεων τα επόμενα έτη καθώς κατά το έτος 2001 μειώθηκαν κατά περίπου 36%. Και η Ευρώπη δεν έμεινε αμέτοχη στις εξελίξεις και ευκαιρίες που προδιαγράφονται στον επιχειρηματικό τομέα. Έχουμε πολλά χαρακτηριστικά παραδείγματα μεγάλων σε χρηματιστηριακή αξία συγχωνεύσεων στην Ευρώπη όπως είναι η εξαγορά του γερμανικού ομίλου τηλεπικοινωνιών Mannesmann από τη βρετανική Vodafone. Η Αξία ανήλθε σε \$161 δις. Ένα άλλο χαρακτηριστικό των τελευταίων ετών ήταν η αύξηση του αριθμού των εξαγορών και συγχωνεύσεων μεταξύ επιχειρήσεων που εδρεύουν και δραστηριοποιούνται σε διαφορετικές χώρες. Είναι ενδεικτικό ότι σταδιακά παύουν να υπάρχουν αμερικανικές, γερμανικές ή ιαπωνικές επιχειρήσεις και αρχίζουν να δημιουργούνται πολυσχιδείς όμιλοι εταιρειών (Παπαδάκης Β. σελ.593-594).

Ως εξαγορά ορίζεται η συναλλαγή κατά την οποία μία επιχείρηση αποκτά ένα μέρος ή το σύνολο της συμμετοχής (μετοχές ή εταιρικά μερίδια) σε μια άλλη έναντι χρηματικού ανταλλάγματος. Οι εξαγορές διακρίνονται σε απλές και σε συγχωνευτικές. Σε μια απλή εξαγορά η εξαγοραζόμενη επιχείρηση συνεχίζει να υπάρχει ως υποκείμενο δικαίου ενώ σε μία συγχωνευτική εξαγορά η επιχείρηση που μεταβιβάζει την περιουσία της σε μία άλλη έναντι χρηματικού ανταλλάγματος, παύει να υπάρχει ως υποκείμενο δικαίου (Παπαδάκης Β. σελ.589). Στο κεφάλαιο αυτό θα αναλύσουμε τους βασικούς λόγους για τους οποίους οι εταιρείες οδηγούνται στην εξαγορά, θα διακρίνουμε τις εξαγορές σε 3 βασικές κατηγορίες και θα παρουσιάσουμε την διαδικασία την οποία ακολουθεί μία εταιρεία προκειμένου να πραγματοποιηθεί η εξαγορά.



## 1.2 Λόγοι Εξαγορών

Οι κυριότεροι λόγοι πραγματοποίησης εξαγορών και συγχωνεύσεων μπορούν εύκολα να αποτυπωθούν στο διάγραμμα 1.1:



**Διάγραμμα 1.1:** Λόγοι Πραγματοποίησης Ε & Σ (Hitt,2015 / Steiner,1975).

### *Α. Εκμετάλλευση Οικονομιών Κλίμακας και Φάσματος*

Αυτές προκύπτουν από το αυξημένο μέγεθος της νέας επιχείρησης. Η μείωση του κόστους αποτελεί τον κυριότερο λόγο πραγματοποίησης μιας εξαγοράς ή συγχώνευσης. Οικονομίες κλίμακας μπορούν να επιτευχθούν για παράδειγμα στη διαχείριση των αποθεμάτων, στην αγορά πρώτων υλών ή στον τομέα της παραγωγής. Επίσης μπορούν να εμφανιστούν και σε άλλους λειτουργικούς τομείς μιας επιχείρησης όπως στην προβολή, την έρευνα και ανάπτυξη ή τη διανομή. Η εξοικονόμηση κόστους είναι συνήθως υψηλή, όταν η αγοράστρια και η εξαγοραζόμενη επιχείρηση ανήκουν στον ίδιο κλάδο και στην ίδια χώρα. Οι οικονομίες φάσματος αφορούν την παροχή νέων εξειδικευμένων ή έντονα διαφοροποιημένων υπηρεσιών και προϊόντων από την επιχείρηση. Αυτά μπορούν να προέλθουν από την καθετοποίηση της παραγωγής και την ενσωμάτωση, στο όλο σύστημα, των προμηθευτών και των διανομέων, με αποτέλεσμα τη μείωση του κόστους που προκύπτει από την ύπαρξη μεσαζόντων (Παπαδάκης Β. σελ.594).

### *B. Συνδυασμός και Αλληλοσυμπλήρωση Πόρων*

Οι πόροι έχουν να κάνουν από τις πρώτες ύλες μέχρι το διοικητικό προσωπικό. Η επιχείρηση αγοραστής ενδέχεται να επιδιώκει την εξαγορά της επιχείρησης στόχου για να εκμεταλλευθεί κάποιες ικανότητες της, όπως είναι η πρόσβασή της σε φθηνές πρώτες ύλες, το δίκτυο διανομής της, αλλά ακόμα και τα ικανά στελέχη της (Παπαδάκης Β. σελ.595).

### *Γ. Αύξηση Δυναμικής στην Αγορά*

Η κατάργηση πολλών ρυθμιστικών περιορισμών, αλλά και οι τεχνολογικές εξελίξεις στον τραπεζικό και στον ασφαλιστικό τομέα, για παράδειγμα, ανάγκασαν πολλές τράπεζες και ασφαλιστικές εταιρείες σε όλο τον κόσμο να προβούν σε συγχωνεύσεις, προκειμένου να αντιμετωπίσουν με επιτυχία τις αλλαγές, διατηρώντας τη δυναμική τους. Επιπλέον, μια επιχείρηση μπορεί μέσω μιας εξαγοράς να κατακτήσει μια αγορά που τα όρια της δεν έχουν ακόμα διαμορφωθεί (Παπαδάκης Β. σελ.595-596).

### *Δ. Μείωση Κόστους & Χρόνου Ανάπτυξης Νέων Προϊόντων*

Μια καινοτομία χρειάζεται σημαντικό χρονικό διάστημα μέχρι να αποδώσει και να αποφέρει ουσιαστικά κέρδη σε μία επιχείρηση. Αυτό ενέχει υψηλό κίνδυνο. Γι' αυτό τα στελέχη συχνά προτιμούν να πληρώσουν ένα υψηλό τίμημα για την εξαγορά μιας επιχείρησης, έτσι ώστε να αποφύγουν το ρίσκο της δημιουργίας της από την αρχή. Θα μπορούσαμε να πούμε ότι οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις υποκαθιστούν την ανάγκη μιας επιχείρησης για καινοτομία γιατί πολλές φορές η επιχείρηση διαθέτει περιορισμένους πόρους, τους οποίους δε προτίθεται να επενδύσει για την έρευνα και ανάπτυξη νέων προϊόντων. Έτσι η εναλλακτική στρατηγική ανάπτυξης μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων φαίνεται δελεαστική (Παπαδάκης Β. σελ.596).

### *Ε. Υπέρβαση Εμποδίων Εισόδου*

Εμπόδια μπορεί να παρουσιάζονται κατά την είσοδο των επιχειρήσεων σε μια νέα χώρα. Για παράδειγμα, η είσοδός τους μπορεί να απαιτεί μεγάλα ποσά επένδυσης για εξοπλισμό, εγκαταστάσεις, διαφήμιση και προώθηση των προϊόντων τους. Η θέση της νεοεισερχόμενης στη χώρα επιχείρησης είναι ακόμη πιο δύσκολη, αν στη συγκεκριμένη αγορά υπάρχει ήδη αυξημένος ανταγωνισμός. Μια εξαγορά και συγχώνευση με μια υφιστάμενη στον κλάδο επιχείρηση θα της παράσχει όχι μόνον τη γνώση της αγοράς και των προτιμήσεων των εγχώριων καταναλωτών αλλά επίσης ένα εγκαταστημένο δίκτυο διανομής και πιθανώς μια ήδη εξασφαλισμένη καταναλωτική πίστη στο όνομα της επιχείρησης-στόχου (brand loyalty). (Παπαδάκης Β. σελ.597).

### *ΣΤ. Διαφοροποίηση/Διασπορά Δραστηριοτήτων*

Είναι γνωστό ότι, όταν μια επιχείρηση θέλει να διαφοροποιήσει/διασπείρει την παραγωγή της εισερχόμενη σε άγνωστες γι' αυτήν αγορές, συναντά πολλές δυσκολίες, κυρίως, επειδή τα στελέχη δεν έχουν γνώση των αγορών αυτών. Η εξαγορά λοιπόν μιας επιχείρησης που είναι χρόνια εγκατεστημένη στην αγορά αυτή αποτελεί πιο ασφαλή τρόπο διαφοροποίησης είτε όσον αφορά συσχετισμένους είτε ασυσχέτιστους κλάδους. Η πρόσβαση της στην ήδη υπάρχουσα γνώση των στελεχών αλλά και στην παραγωγική διαδικασία της εταιρείας-στόχου, στην οποία θέλουν να επεκταθούν, αποτελεί για την επιχείρηση-αγοραστή ένα πρόσθετο πλεονέκτημα (Παπαδάκης Β. σελ.597-598).

### *Ζ. Αποφυγή Υπερβάλλοντος Ανταγωνισμού*

Με το να επεκταθεί μια επιχείρηση σε άλλες, σχετικές και μη αγορές, μπορεί να μειώσει την εξάρτησή της από την αγορά στην οποία προηγουμένως απευθυνόταν και όπου ο ανταγωνισμός μπορεί να ήταν έντονος. Τη δεκαετία του 1980 αμερικάνικες επιχειρήσεις σε διάφορους κλάδους συνάντησαν προβλήματα μείωσης της ανταγωνιστικότητάς τους έναντι της έντονης παρουσίας ιαπωνικών, γερμανικών και άλλων διεθνών επιχειρήσεων. Χαρακτηριστική εδώ είναι η περίπτωση της General Motors η οποία στην δεκαετία του 1980 κατείχε το 50% της αμερικανικής αγοράς αυτοκινήτων. Με την σταδιακή αύξηση όμως της παρουσίας των γερμανικών, ιαπωνικών και νοτιοκορεάτικων εταιρειών, στις αρχές του 1990, το μερίδιο αγοράς της είχε μειωθεί στο 30%. Στην προσπάθειά της να αποφύγει τον αυξημένο αυτό ανταγωνισμό, η επιχείρηση προχώρησε στην εξαγορά των μη-συσχετιζόμενων άμεσα με αυτήν εταιρειών EDS και Hughes Aerospace (Παπαδάκης Β. σελ.599-600).

### *Η. Αύξηση Μεριδίου Αγοράς*

Η διαχρονική αύξηση του μεγέθους μια επιχείρησης μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων συνδυάζεται με αύξηση της δύναμης της στην αγορά. Αυτό της επιτρέπει να αντιμετωπίζει με μεγαλύτερη σιγουριά τους ανταγωνιστές της και να επιτυγχάνει μεγαλύτερα κέρδη. Από την άλλη μεριά, η αύξηση της δύναμης της στην αγορά την διευκολύνει να προσελκύσει τα ικανότερα στελέχη της αγοράς, να προχωρήσει σε στρατηγικές συμμαχίες και να πραγματοποιεί νέες εξαγορές και συγχωνεύσεις από θέση ισχύος (Παπαδάκης Β. σελ.600).

### *Θ. Εξάλειψη Μειωμένης Αποδοτικότητας Επιχείρησης Στόχου*

Πολλές φορές η επιχείρηση αγοραστής μπορεί να διαθέτει διοικητικές και άλλες δεξιότητες, αρκετές για να βελτιώσουν θεαματικά την απόδοση της επιχείρησης-στόχου (Παπαδάκης Β. σελ.600).

#### *Ι. Μείωση Υπερβάλλουσας Ρευστότητας του Αγοραστή*

Όταν μια επιχείρηση έχει σημαντικά ρευστά διαθέσιμα τότε μια εξαγορά ή συγχώνευση παρουσιάζεται ως ένας δελεαστικός τρόπος επένδυσης των διαθέσιμων αυτών. Στα τέλη της δεκαετίας του 1990, εν μέσω της μεγάλης χρηματιστηριακής ευφορίας και της εκθετικής ανόδου των τιμών των μετοχών, μεγάλο μέρος των ελληνικών επιχειρήσεων βρέθηκαν με πολλά μετρητά. Πολλές από αυτές τα επένδυσαν σε εξαγορές ή συγχωνεύσεις (Παπαδάκης Β. σελ.600).

### *Κ. Φορολογικά Οφέλη*

Σε περίπτωση που η εξ αγοράζουσα εταιρεία παρουσιάζει υψηλά κέρδη, με αποτέλεσμα να αντιμετωπίζει υψηλές φορολογικές υποχρεώσεις, αν συγχωνευθεί με μια άλλη η οποία παρουσιάζει ζημιές, αυτό μπορεί να έχει ως αποτέλεσμα τη μείωση των φορολογικών της υποχρεώσεων. Επίσης μια εταιρεία είναι δυνατόν να επωφεληθεί φορολογικά, αν επιχειρήσει μια διασυννοριακή συγχώνευση και η χώρα της εταιρείας στόχου επιβάλλει χαμηλότερη φορολογία. Αυτό ονομάζεται αντιστροφή (inversion) (Παπαδάκης Β. σελ.601).

### *Λ. Κερδοσκοπία μέσω ξεπουλήματος των περιουσιακών στοιχείων της εξαγοραζόμενης*

Η χρηματιστηριακή αξία κάποιων εταιρειών είναι υποτιμημένη, δηλαδή τα περιουσιακά τους στοιχεία αξίζουν περισσότερο από ότι οι ίδιες (περίπτωση αρνητικής υπεραξίας). Σε αυτή την περίπτωση, η εξ αγοράζουσα εταιρεία μπορεί να "ξεπουλήσει" τα περιουσιακά στοιχεία της εξαγοραζόμενης και με αυτό τον τρόπο να αποσβέσει το κόστος απόκτησης και να παρουσιάσει κέρδος (Παπαδάκης Β. σελ.601).

### *Μ. Διοικητική Αλαζονεία*

Συχνά τα διοικητικά στελέχη επιδεικνύουν μια αλαζονική συμπεριφορά πιστεύοντας ότι οι ίδιοι μπορούν να διοικήσουν καλύτερα τις επιχειρήσεις-στόχους. Αυτό συχνά οδηγεί σε αποτυχημένες εξαγορές ή συγχωνεύσεις (Παπαδάκης Β. σελ.601).

### 1.3 Κατηγορίες Εξαγορών

Οι εξαγορές διακρίνονται σε 3 βασικές κατηγορίες βάσει της στρατηγικής που ακολουθεί μια εταιρεία ή ένας οργανισμός:

- α. Οριζόντιες
- β. Κάθετες
- γ. Συσχετισμένες/συμπληρωματικές.

Η πρώτη κατηγορία λαμβάνει χώρα μεταξύ επιχειρήσεων που παράγουν το ίδιο προϊόν ή υπηρεσία, άρα στην ουσία είναι ανταγωνιστές. Οι πιο πρόσφατες εξαγορές ήταν αυτού του είδους. Ένα χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι η εξαγορά της Merrill Lynch από την Bank of America η οποία ήταν απόρροια της χρηματοπιστωτικής κρίσης στην Αμερική. Η δεύτερη κατηγορία αφορά επιχειρήσεις οι οποίες δραστηριοποιούνται σε διαφορετική γραμμή παραγωγής του ίδιου προϊόντος ή υπηρεσίας καθώς ο αγοραστής στοχεύει να επεκταθεί και σε άλλο επίπεδο παραγωγής του προϊόντος είτε προς τα πίσω είτε προς τα μπροστά. Πχ. ένας κατασκευαστής αναψυκτικού να επεκταθεί προς τα πίσω στην παραγωγή ζάχαρης ώστε να μην την προμηθεύεται από άλλο χονδρέμπορο. Η τρίτη κατηγορία αναφέρεται σε εταιρείες των οποίων η δραστηριότητα είναι ασυσχέτιστη. Για παράδειγμα η εταιρεία hardware Dell Computer η οποία εξαγόρασε την αλυσίδα supermarket Safeway (Brealey, Myers, Marcus, σελ.592).

Επί της διαδικασίας που ακολουθούν οι εταιρείες σε μία εξαγορά διακρίνουμε τις ακόλουθες κατηγορίες:

- α. Συγχώνευση
- β. Ενοποίηση
- γ. Υποβολή Προσφοράς
- δ. Τυπική Εξαγορά
- ε. Διαχειριστική/Μοχλευμένη Εξαγορά

Στην συγχώνευση το διοικητικό συμβούλιο των δύο εταιρειών συμφωνεί να ενωθούν και αναζητά μέτοχο για την συνένωση. Στις περισσότερες περιπτώσεις τουλάχιστον το 50% των μετόχων της εταιρείας στόχου και της εταιρείας που υποβάλλει προσφορά πρέπει να εγκρίνουν την συγχώνευση. Η εταιρεία στόχος παύει να υφίσταται και γίνεται μέρος της εξ αγοράζουσας εταιρείας. Στην ενοποίηση μία νέα εταιρεία δημιουργείται μετά τη συγχώνευση των δύο εταιρειών και οι μέτοχοι τους λαμβάνουν μετοχές στη νέα εταιρεία. Στην περίπτωση της υποβολής προσφοράς μία εταιρεία κάνει ανοιχτή προσφορά σε μία άλλη για την αγορά των υπολειπόμενων μετοχών της, σε συγκεκριμένη τιμή, και επικοινωνεί την προσφορά της, μέσω επιστολών ή

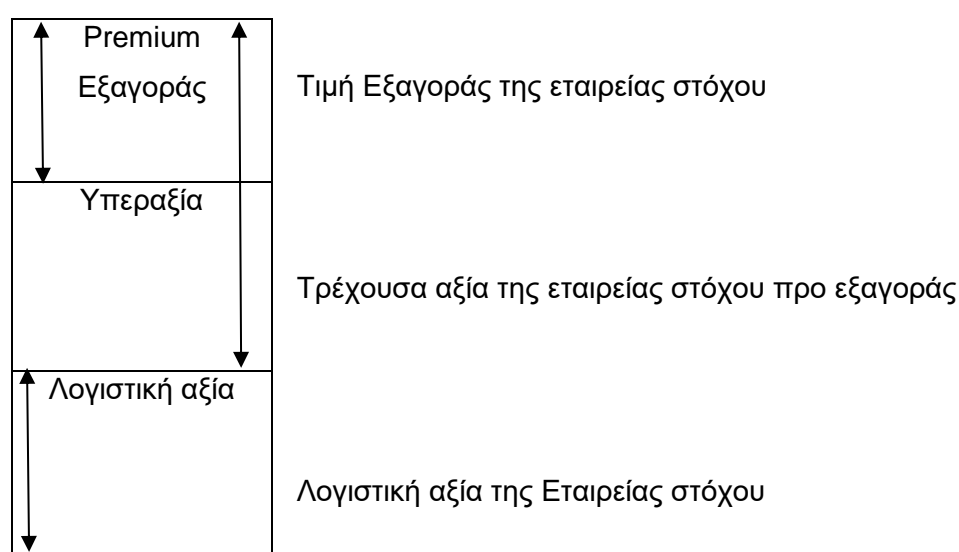
ανακοινώσεων στους μετόχους. Με αυτό τον τρόπο προσπερνά την διοίκηση της εταιρείας στόχου. Συνήθως τις προσφορές τις συναντάμε σε εχθρικές εξαγορές. Η εξαγορασθείσα εταιρεία θα συνεχίζει να υφίσταται όσο υπάρχουν μειοψηφικοί μέτοχοι οι οποίοι αρνούνται την εξαγορά αλλά παρόλα αυτά πρακτικά οι περισσότερες προσφορές καταλήγουν σε εξαγορά αν η εξ αγοράζουσα εταιρεία καταφέρει να αποκτήσει τον έλεγχο της εταιρείας στόχου. Στην τυπική εξαγορά μία εταιρεία αγοράζει τα περιουσιακά στοιχεία μιας άλλης, έχοντας τυπικά μια επίσημη ψήφο από τους μετόχους της εξ αγορασθείσας εταιρείας. Μια τελευταία κατηγορία εξαγοράς η οποία διαφοροποιείται από τις προηγούμενες τέσσερις είναι η περίπτωση όπου η εταιρεία εξαγοράζεται από την ίδια της τη διοίκηση ή από μία ομάδα επενδυτών συνήθως με υποβολή προσφοράς. Μετά από την συναλλαγή η εξ αγορασθείσα εταιρεία παύει να υφίσταται ως εισηγμένη στο χρηματιστήριο και γίνεται ιδιωτική. Αυτού του είδους η εξαγορά ονομάζεται διαχειριστική όταν εμπλέκονται μέλη της υφιστάμενης διοίκησης, και μοχλευμένη όταν τα χρήματα της προσφοράς προέρχονται κυρίως από δανεισμό (Damodaran σελ.970-971).

## **1.4 Διαδικασία Εξαγοράς**

### **1.4.1 Εισαγωγή**

Οι εξαγορές μπορούν να είναι φιλικές ή εχθρικές. Σε μία φιλική εξαγορά τα στελέχη της εταιρείας στόχου όχι απλά αποδέχονται την εξαγορά αλλά τις περισσότερες φορές την αναζητούν κιόλας. Αντίθετα σε μία εχθρική εξαγορά, τα στελέχη της εταιρείας στόχου δεν θέλουν να εξαγορασθεί η εταιρεία. Η εξ αγοράζουσα εταιρεία προσφέρει μία τιμή μεγαλύτερη από την αξία της εταιρείας στόχου όπως αυτή εκτιμάται στην αγορά (τρέχουσα αξία) πριν την επικείμενη εξαγορά και προσκαλεί τους μετόχους της εταιρείας στόχου να παραχωρήσουν τις μετοχές τους σε αυτό το τίμημα. Και στις δύο περιπτώσεις εξαγορών η διαφορά μεταξύ της τιμής εξαγοράς και της τρέχουσας αξίας λέγεται *premium* εξαγοράς. Η τιμή εξαγοράς, στο περιεχόμενο των εξαγορών και συγχωνεύσεων, είναι η τιμή η οποία θα αποδοθεί από την εξ αγοράζουσα εταιρεία για κάθε μία μετοχή της εταιρείας στόχου. Η τιμή εξαγοράς συνήθως είναι αποτέλεσμα διαπραγματεύσεων μεταξύ των στελεχών των δύο εταιρειών. Στην περίπτωση υποβολής προσφοράς, η τιμή εξαγοράς είναι αυτή στην οποία η εξ αγοράζουσα εταιρεία λαμβάνει τόσες μετοχές όσο χρειάζεται για να έχει τον έλεγχο της εταιρείας στόχου. Πολλές φορές η τελική τιμή εξαγοράς είναι υψηλότερη από την αρχική τιμή είτε επειδή υπάρχουν και άλλες προσφορές στην αρχική τιμή είτε επειδή ο αριθμός των μετοχών που πρέπει να εξαγορασθούν δεν είναι επαρκής στην αρχική τιμή (Damodaran σελ.971).

Υπάρχει μία τελευταία σύγκριση η οποία μπορεί να γίνει και είναι μεταξύ της τελικής τιμής που πληρώθηκε για την εξαγορά και την λογιστική αξία της εταιρείας στόχου. Αναλόγως τον λογιστικό χειρισμό της εξαγοράς, η διαφορά μπορεί να καταγραφεί ως υπεραξία στα βιβλία της εξ αγοράζουσας εταιρείας είτε να μην καταγραφεί καθόλου. Στο διάγραμμα 1.2 μπορούμε να διακρίνουμε την τιμή εξαγοράς σε αυτά τα συστατικά μέρη (Damodaran σελ.972).



**Διάγραμμα 1.2:** Διάκριση των συστατικών της τιμής εξαγοράς (Damodaran σελ.972).

### 1.4.2 Στάδια Εξαγοράς

Τα βασικά στάδια μιας εξαγοράς είναι τέσσερα. Το πρώτο είναι η ανάπτυξη μιας στρατηγικής πραγματοποίησης εξαγορών καθώς και η κατανόηση των πόρων που χρειάζονται προκειμένου να υλοποιηθεί αυτή η στρατηγική. Το δεύτερο είναι η επιλογή της εταιρείας στόχου καθώς και η αποτίμηση της εταιρείας στόχου με τα premiums και τυχών συνέργειες οι οποίες θα μπορούσαν να προκύψουν. Το τρίτο είναι η διάρθρωση της εξαγοράς δηλαδή ο προσδιορισμός της τελικής τιμής εξαγοράς, η επιλογή του καλύτερου τρόπου χρηματοδότησης και το κατά πόσο θα γίνει χρήση μετοχών ή μετρητών. Αυτή η επιλογή επηρεάζει πολύ σημαντικά τον λογιστικό χειρισμό της εξαγοράς. Το τέταρτο και πιο απαιτητικό στάδιο είναι να μπορέσει να λειτουργήσει η εξαγορά μετά την ολοκλήρωση της συμφωνίας δηλαδή αφού ολοκληρωθεί η αγοραπωλησία (Damodaran σελ.973-974).

### *A. Ανάπτυξη Στρατηγικής*

Δυστυχώς οι στρατηγικές εξαγοράς δεν υφίσταται σε όλες τις εταιρείες που επιχειρούν εξαγορές ή ακόμα και αν υφίσταται δεν τις εφαρμόζουν (Damodaran σελ.974). Οι λόγοι για τους οποίους οι εταιρείες αναπτύσσουν στρατηγικές εξαγοράς έχουν ήδη αναφερθεί σε ένα ευρύτερο φάσμα στην ενότητα 1.2. Για να αναλύσουμε όμως περεταίρω τα στάδια μιας εξαγοράς, θα εστιάσουμε σε 5 βασικά σημεία:

- α. Την περίπτωση αγοράς υποτιμημένης εταιρείας (Λ περίπτωση ενότητας 1.2)
- β. Την διαφοροποίηση δραστηριοτήτων (ΣΤ περίπτωση ενότητας 1.2)
- γ. Την δημιουργία λειτουργικών ή χρηματοοικονομικών συνεργιών (Α περίπτωση ενότητας 1.2)
- δ. Τον έλεγχο κακώς διαχειριζόμενων εταιρειών (Θ περίπτωση ενότητας 1.2)
- ε. Την διοικητική αλαζονεία (Μ περίπτωση ενότητας 1.2)

### *B. Επιλογή και Αποτίμηση της Εταιρείας Στόχου*

Από τη στιγμή που μία εταιρεία αποφασίζει να προβεί σε εξαγορά πρέπει να επιλέξει μία εταιρεία στόχο. Αν το κίνητρο της εξαγοράς είναι η υποτίμηση τότε η εταιρεία στόχος θα πρέπει να είναι υποτιμημένη. Ο τρόπος με τον οποίο θα εντοπιστεί μία υποτιμημένη εταιρεία εξαρτάται από την μέθοδο αποτίμησης και το μοντέλο που θα χρησιμοποιηθεί. Βάσει της σχετικής αποτίμησης μια μετοχή είναι υποτιμημένη όταν διαπραγματεύεται σε πολλαπλάσια (καθαρών εσόδων, λογιστικής αξίας και πωλήσεων) πολύ χαμηλότερα από την υπόλοιπη αγορά. Στη μέθοδο αποτίμησης με προεξόφληση ταμειακών ροών ως υποτιμημένη μετοχή λογίζεται αυτή η οποία διαπραγματεύεται σε τιμή πολύ χαμηλότερη των εκτιμώμενων προ εξοφλημένων ταμειακών ροών (Damodaran σελ.982).

Αν το κίνητρο είναι η διαφοροποίηση τότε η εταιρεία στόχος θα προέρχεται από διαφορετική δραστηριότητα με αυτή της εξαγοράζουσας εταιρείας. Με αυτό τον τρόπο μία κυκλική εταιρεία θα πρέπει να προσπαθήσει να εξαγοράσει μία αντικυκλική ή τουλάχιστον μη κυκλική εταιρεία για να αποκτήσει το μέγιστο όφελος από την εξαγορά (Damodaran σελ.982).

Αν το κίνητρο είναι η δημιουργία λειτουργικών συνεργειών τότε η επιλογή της εταιρείας στόχου εξαρτάται από το είδος των συνεργειών που χρειάζεται να επιτευχθούν. Πχ. αν θέλουμε οικονομίες κλίμακας τότε η εταιρεία θα πρέπει να ανήκει στον ίδιο κλάδο με την εξαγοράζουσα εταιρεία. Στην περίπτωση που θέλουμε να επιτύχουμε χρηματοοικονομική συνέργεια τότε θα πρέπει η εταιρεία στόχος να αντικατοπτρίζει την πιθανή πηγή της συνέργειας. Πχ. αν η το κίνητρο είναι φορολογικά οφέλη τότε θα



πρέπει να επιλεγεί εταιρεία με σημαντικές λειτουργικές ζημιές (Damodaran σελ.982-983).

Αν το κίνητρο είναι ο έλεγχος τότε η εταιρεία στόχος θα είναι μία κακώς διαχειριζόμενη εταιρεία σε ένα τομέα όπου υπάρχει η προοπτική μεγάλων αποδόσεων. Επίσης οι μετοχές της θα έχουν ευρεία διασπορά (πράγμα το οποίο κάνει ευκολότερη την εχθρική εξαγορά) και η τρέχουσα τιμή της αγοράς θα βασίζεται στην υπόθεση ότι θα συνεχίσει να λειτουργεί η επιχείρηση με την υπάρχουσα διοίκηση (Damodaran σελ.983).

Αν τέλος το κίνητρο είναι η εγωκεντρική πεποίθηση ότι τα στελέχη της εξ αγοράζουσας εταιρείας μπορεί να διοικήσουν αποτελεσματικότερα την εταιρεία στόχο, και αποφασίζουν εκείνοι έναντι των μετόχων για την εξαγορά, τότε θα πρέπει να επιλεγεί μία εταιρεία στόχος που να εξυπηρετεί διοικητικά ενδιαφέροντα έναντι οικονομικών συμφερόντων (Damodaran σελ.983).

Βέβαια πολλές φορές οι εξ αγοράζουσες εταιρείες μπορεί να έχουν περισσότερο από ένα κίνητρα. Στην περίπτωση αυτή θα πρέπει η επιλογή της εταιρείας στόχου να καθοριστεί βάσει του κυρίαρχου κινήτρου (Damodaran σελ.984).

Η αποτίμηση μιας εξαγοράς δεν διαφέρει σημαντικά από την αποτίμηση κάθε εταιρείας παρόλο που η ύπαρξη συνεργειών και ελέγχου δημιουργούν κάποιες πολυπλοκότητες κατά τη διαδικασία της αποτίμησης. Λαμβάνοντας υπόψη την πολυπλοκότητα και την σχέση που υπάρχει μεταξύ ελέγχου και συνεργειών ο πιο ασφαλής τρόπος να αποτιμήσουμε την εταιρεία στόχο είναι σε 3 βήματα. Αυτά είναι η αποτίμηση της υπάρχουσας κατάστασης (αποτίμηση status quo όπως αναφέρεται στη βιβλιογραφία), ο προσδιορισμός της αξίας του ελέγχου και η αποτίμηση των συνεργειών (Damodaran σελ.984).

### *B.1 Αποτίμηση Υφιστάμενης Κατάστασης*

Στην αποτίμηση υφιστάμενης κατάστασης ξεκινάμε λαμβάνοντας υπόψη την υφιστάμενη εικόνα της εταιρείας στόχου όσον αφορά τις επενδύσεις της, τη χρηματοδότηση και την μερισματική πολιτική της. Η αποτίμηση αυτή αποτελεί βάση υπολογισμού από όπου μπορούμε να εκτιμήσουμε τα premiums του ελέγχου και των συνεργειών. Όλες οι βασικές αρχές αποτίμησης έχουν και εδώ την εφαρμογή τους. Πιο συγκεκριμένα η αξία της εταιρείας στόχου είναι συνάρτηση των ταμειακών ροών της από τα υπάρχοντα περιουσιακά της στοιχεία, της αναμενόμενης αύξησης των ταμειακών ροών σε μία περίοδο ανάπτυξης, την διάρκεια της περιόδου ανάπτυξης και του κόστους κεφαλαίου της εταιρείας (Damodaran σελ.984).

### *B.2 Προσδιορισμός της αξίας του Ελέγχου*

Πολλές εχθρικές εξαγορές οφείλονται στην ύπαρξη αγοράς όπου διακρίνεται η ανάγκη εταιρικού ελέγχου. Επενδυτές και εταιρείες είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν μεγάλα premiums πάνω από την τιμή αγοράς προκειμένου να έχουν τον απόλυτο έλεγχο άλλων εταιρειών ειδικά εκείνων των εταιρειών για τις οποίες πιστεύουν ότι υφίστανται κακή διαχείριση. Καθοριστικός παράγοντας προσδιορισμού της αξίας του εταιρικού ελέγχου είναι η ποιότητα της υπάρχουσας διοίκησης της εταιρείας. Όσο πιο κακή είναι η ποιότητας της υπάρχουσας διοίκησης της εταιρείας στόχου τόσο πιο μεγάλη θα είναι η αξία του ελέγχου. Ο προσδιορισμός της αξία του ελέγχου προκύπτει από αλλαγές στην διοικητική πολιτική της εταιρείας οι οποίες μεγιστοποιούν την εταιρική αξία. Περιουσιακά στοιχεία μπορεί να αγοραστούν ή να πουληθούν, η χρηματοοικονομική εικόνα μπορεί να αλλάξει και η μερισματική πολιτική να επαναξιολογηθεί. Αν μπορούσαμε να εντοπίσουμε τις αλλαγές που πρέπει να κάνουμε στην εταιρεία στόχο τότε θα μπορούσαμε να προσδιορίσουμε την αξία του ελέγχου. Η αξία του ελέγχου μπορεί να απεικονιστεί με την παρακάτω σχέση (Damodaran σελ.986):

**ΑΞΙΑ ΕΛΕΓΧΟΥ = ΑΞΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΜΕ ΤΗΝ ΒΕΛΤΙΣΤΗ ΕΠΙΤΥΓΧΑΝΟΥΣΑ ΔΙΟΙΚΗΣΗ - ΑΞΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΜΕ ΤΗΝ ΠΑΡΟΥΣΑ ΔΙΟΙΚΗΣΗ**

Άρα βλέπουμε ότι ο αξία του ελέγχου έχει νόημα σε εταιρείες οι οποίες έχουν πολύ κακής ποιότητας διοίκηση έτσι ώστε μία αναδιάρθρωση θα οδηγήσει σε μεγάλη αύξηση της εταιρικής τους αξίας. Αντιθέτως σε εταιρείες οι οποίες διοικούνται αποτελεσματικά η αξία του ελέγχου είναι ασύμφορη καθώς δεν θα προσδώσει υπολογίσιμη αύξηση εταιρικής αξίας. Άρα στην συγκεκριμένη περίπτωση η εταιρεία δεν είναι ελκυστική για εξαγορά.

### *B.3 Αποτίμηση Συνεργειών*

#### *Λειτουργικές Συνέργειες*

Σε πολλές εξαγορές υπάρχει η πιθανότητα δημιουργίας λειτουργικών συνεργειών. Σχετικά με την δυνατότητα αποτίμησης ή όχι συνεργειών οι απόψεις δίστανται. Υπάρχει σχολή η οποία θεωρεί ότι δεν είναι εφικτό να αποτιμηθούν διότι οποιαδήποτε απόπειρα αποτίμησης απαιτεί τόσες πολλές υποθέσεις που καθιστά αδύνατη οποιαδήποτε έκβαση. Στην περίπτωση που δεχτούμε αυτή την παραδοχή καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι οι εταιρείες δε θα πρέπει να δίνουν τεράστια premium για συνέργειες από τη στιγμή που δεν θα μπορούν να αποτιμήσουν την αξία τους. Από την άλλη μεριά υπάρχει η άποψη η οποία μιλάει για αποτίμηση των συνεργειών χρησιμοποιώντας υποθέσεις σχετικά με τις μελλοντικές ταμειακές ροές και

την ανάπτυξη. Το ότι δεν υπάρχει η απόλυτη ακρίβεια στους υπολογισμούς δεν σημαίνει ότι δεν μπορεί να υπάρξει μια σχετική εκτίμηση. Άρα υιοθετώντας τη δεύτερη άποψη θα λέγαμε ότι οι συνέργειες μπορούν να αποτιμηθούν αν απαντηθούν δύο θεμελιώδη ερωτήματα:

1. Ποια είναι η μορφή της συνέργειας; Θα είναι οικονομίες κλίμακας; Θα είναι αύξηση μεριδίου αγοράς; Για να έχει η συνέργεια επίδραση στην αξία της εταιρείας θα πρέπει να επηρεάζει ένα από τα 4 στοιχεία της διαδικασίας αποτίμησης τα οποία είναι οι ταμειακές ροές από υπάρχοντα περιουσιακά στοιχεία, οι υψηλότεροι ρυθμοί ανάπτυξης, η μεγαλύτερη περίοδος ανάπτυξης και το χαμηλότερο κόστος κεφαλαίου.

2. Πότε θα αρχίζει να επηρεάζει τις ταμειακές ροές; Οι συνέργειες μπορούν να εμφανιστούν αμέσως αλλά μπορεί και να εμφανιστούν στην πορεία. Αν η αξία της συνέργειας είναι η παρούσα αξία των ταμειακών ροών που δημιουργήθηκαν από αυτήν τότε όσο περισσότερο χρόνος χρειάζεται για να εμφανιστεί τόσο λιγότερο αξίζει. Αν μπορέσουν να απαντηθούν τα παραπάνω ερωτήματα τότε θα μπορέσουμε να εκτιμήσουμε την αξία της συνέργειας χρησιμοποιώντας την μέθοδο προεξόφλησης ταμειακών ροών την οποία θα αναλύσουμε στο επόμενο κεφάλαιο. Πρώτα θα γίνει μία αποτίμηση των εταιρειών που εμπλέκονται στην εξαγορά ανεξάρτητα για την κάθε μία, μετά μία αποτίμηση της συγχωνευμένης εταιρείας χωρίς υπολογισμό συνεργειών απλά προσθέτοντας τις αξίες των δύο εταιρειών όπως τις αποτιμήσαμε αρχικά και τέλος προσθέτουμε την επιρροή των συνεργειών στα μοντέλα αναμενόμενων ρυθμών ανάπτυξης και ταμειακών ροών και αποτιμάμε την συγχωνευμένη εταιρεία συμπεριλαμβανομένων των συνεργειών. Η διαφορά μεταξύ της αξίας της συγχωνευμένης εταιρείας μαζί με τις συνέργειες και της συγχωνευμένης εταιρείας χωρίς αυτές μας δίνει την τελική αξία της συνέργειας (Damodaran σελ.988-989).

### *Χρηματοοικονομικές Συνέργειες*

Συνέργειες μπορούν να δημιουργηθούν και για καθαρά χρηματοοικονομικούς παράγοντες. Τρεις βασικοί παράγοντες δημιουργίας χρηματοοικονομικών συνεργιών είναι μεγαλύτερα φορολογικά οφέλη από μεταφερόμενες ζημιές ή φορολογικές ελαφρύνσεις, αύξηση της δυνατότητας δανεισμού και καλύτερη χρήση των επιπλέον μετρητών.

Διαθέσιμα μετρητά: Εταιρείες που στοχεύουν σε εξαγορές μπορεί να απορρίψουν κερδοφόρες επενδυτικές ευκαιρίες μόνο και μόνο για το λόγο ότι θα πρέπει να κάνουν αύξηση κεφαλαίου για να τις χρηματοδοτήσουν. Για αυτό το λόγο υπάρχουν παραδείγματα όπου εταιρείες με υπερβάλλοντα διαθέσιμα και χωρίς επενδυτικές ευκαιρίες, να εξαγοράζουν εταιρείες με χαμηλά διαθέσιμα οι οποίες όμως έχουν μεγάλο επενδυτικό ορίζοντα ή και το αντίθετο. Η προστιθέμενη αξία συνδυασμού δύο τέτοιων

εταιρειών είναι η παρούσα αξία των έργων, τα οποία δεν θα είχαν αναληφθεί αν δεν είχε γίνει συνδυασμός των δύο εταιρειών, αλλά τώρα μπορούν να επιτευχθούν λόγω του πλεονάζοντος μετρητού. Η διάθεση μετρητών για τη δημιουργία συνεργιών είναι πολύ εύλογη στις περιπτώσεις εισηγμένων εταιρειών οι οποίες έχουν καλύτερη πρόσβαση σε κεφάλαια και επιθυμούν να εξαγοράσουν μη εισηγμένες εταιρείες οι οποίες έχουν περιορισμούς κεφαλαίου. Έτσι δικαιολογείται και το γεγονός ότι οι περισσότερες επιτυχημένες στρατηγικές εξαγοράς έχουν επιτευχθεί με την αγορά μικρών μη εισηγμένων εταιρειών.

Φορολογικά οφέλη: Πολλά είναι τα φορολογικά οφέλη που ανακύπτουν από εξαγορές. Εάν η μία εταιρεία έχει φορολογικές ελαφρύνσεις τις οποίες δεν αξιοποιεί γιατί έχει ζημιές τότε με τη δημιουργία συνέργειας μπορεί να τις εκπέσει η άλλη εταιρεία η οποία εμφανίζει φορολογικά κέρδη έτσι ώστε να επωφεληθούν συνολικά και οι δύο εταιρείες. Η αξία τέτοιου είδους συνέργειας είναι η παρούσα αξία των φορολογικών ελαφρύνσεων που ανακύπτουν από την εξαγορά. Επιπρόσθετα υπάρχουν περιπτώσεις εξαγορών όπου τα περιουσιακά στοιχεία της εξ αγορασθείσας εταιρείας μπορούν υπολογιστούν για να αντικατοπτρίσουν νέες τιμές αγοράς και αυτό να οδηγήσει σε υψηλότερα φορολογικά οφέλη από τις μελλοντικές αποσβέσεις.

Δυνατότητα δανεισμού: Εάν οι ταμειακές ροές μεταξύ των εταιρειών εξαγοράς και των εταιρειών στόχων δεν είναι τέλεια συσχετισμένες, τότε οι ταμειακές ροές της συγχωνευμένης επιχείρησης θα είναι λιγότερο μεταβλητές από τις ταμειακές ροές της κάθε μίας χωριστά. Αυτή η μείωση της μεταβλητότητας μπορεί να οδηγήσει σε αύξηση της ικανότητας του δανεισμού και της αξίας της επιχείρησης. Παρόλα αυτά η αύξηση της αξίας, πρέπει να σταθμιστεί έναντι της άμεσης μεταφοράς πλούτου στους υφιστάμενους ομολογιούχους των δύο εταιρειών από τους μετόχους και των δύο εταιρειών. Οι υφιστάμενοι ομολογιούχοι (προ εξαγοράς) έχουν τη δυνατότητα πλέον μετά την εξαγορά να δανείζουν με μεγαλύτερη ασφάλεια. Παρόλα αυτά τα επιτόκια κουπονιών που λαμβάνουν βασίζονται στις ριψοκίνδυνες επιχειρήσεις προ εξαγοράς. Εάν τα ποσοστά του κουπονιού δεν είναι επαναδιαπραγματεύσιμα, τότε θα αυξηθεί η τιμή των ομολόγων, αυξάνοντας έτσι τον πλούτο των ομολογιούχων εις βάρος των μετόχων (Damodaran σελ.994-998).

### *Γ. Διάρθρωση της Εξαγοράς*

Μόλις προσδιοριστεί και αποτιμηθεί η επιχείρηση στόχος, η εξαγορά κινείται προς τη φάση διάρθρωσης. Υπάρχουν τρία αλληλένδετα βήματα σε αυτή τη φάση. Το πρώτο είναι η απόφαση για το ποσό που πρέπει να καταβληθεί για την επιχείρηση στόχο, δεδομένου ότι την αξιολογήσαμε, και με αποτίμηση συνεργιών και με προσδιορισμό ελέγχου ενσωματωμένα στην αποτίμηση. Ο δεύτερος είναι ο προσδιορισμός του

τρόπου πληρωμής του τιμήματος, δηλ. αν θα χρησιμοποιούν μετοχές, μετρητά ή και τα δύο και το αν θα δανειστεί η εξ αγοράζουσα εταιρεία για να διασφαλίσει τα παραπάνω. Το τελευταίο βήμα είναι η λογιστική απεικόνιση της εξαγοράς επειδή μπορεί να επηρεάσει την φορολογία και των δύο εταιρειών καθώς και τον τρόπο που θα απεικονιστεί στις οικονομικές καταστάσεις και την κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης της εξ αγοράζουσας εταιρείας.

Καθορισμός τιμήματος: Ήδη έχουμε αναλύσει πώς εκτιμάται μια επιχείρηση στόχος ενσωματώνοντας στην αξία της την αξία του ελέγχου και των συνεργειών. Η τιμή που προκύπτει αντιπροσωπεύει ένα ανώτατο όριο στην τιμή που η εξ αγοράζουσα εταιρεία μπορεί να πληρώσει. Εάν η εξ αγοράζουσα εταιρεία πληρώσει την πλήρη αξία, δεν προκύπτει υπεραξία για τους μετόχους της ενώ οι μέτοχοι της εταιρείας στόχου λαμβάνουν ολόκληρο το premium της συνέργειας και ελέγχου. Αυτή η κατανομή της αξίας είναι άδικη, εάν η εξ αγοράζουσα εταιρεία διαδραματίζει αναπόσπαστο ρόλο στη δημιουργία των συνεργιών και των premium ελέγχου. Συνεπώς, η εξ αγοράζουσα εταιρεία θα πρέπει να προσπαθήσει να διατηρήσει το μεγαλύτερο μέρος του premium για τους μετόχους της. Ωστόσο, υπάρχουν κάποιοι περιοριστικοί παράγοντες:

α. Η τιμή αγοράς της επιχείρησης στόχου, αν είναι εισηγμένη, πριν από την εξαγορά: Δεδομένου ότι οι εξαγορές πρέπει να βασίζονται στην τρέχουσα τιμή αγοράς, όσο μεγαλύτερη η τρέχουσα αξία των ιδίων κεφαλαίων, τόσο μικρότερη είναι η πιθανότητα κέρδους για τους μετόχους της εξ αγοράζουσας εταιρείας. Για παράδειγμα, αν η τρέχουσα τιμή αγοράς μιας επιχείρησης με κακή διαχείριση έχει διαμορφωθεί βάσει της πιθανότητας ότι θα αλλάξει η διοίκησή της, τότε υπάρχει μεγάλη πιθανότητα να προκύψει πάρα πολύ μικρή αξία από τον προσδιορισμό του ελέγχου.

β. Η σχετική έλλειψη των εξειδικευμένων πόρων που η εταιρεία στόχος και η απορροφούσα εταιρεία θα φέρουν στη συγχώνευση: Δεδομένου ότι και οι δύο εταιρείες συνεισφέρουν στη δημιουργία συνέργειας, η κατανομή των πλεονεκτημάτων της συνέργειας μεταξύ των δύο μερών θα εξαρτηθεί σε μεγάλο βαθμό από το αν η συνεισφορά της εξ αγοράζουσας εταιρείας στη δημιουργία της συνέργειας είναι μοναδική ή αντικαθίσταται εύκολα. Αν μπορεί εύκολα να αντικατασταθεί, τότε το μεγαλύτερο μέρος των πλεονεκτημάτων της συνέργειας θα το επωφεληθεί η επιχείρηση στόχος. Εάν είναι μοναδική, τότε τα οφέλη θα μοιραστούν εξίσου και στους δύο. Έτσι, όταν μια επιχείρηση με διαθέσιμα μετρητά αποκτά μια επιχείρηση υψηλής απόδοσης, δημιουργείται αξία στην εξαγορά. Εάν υπάρχει ένας μεγάλος αριθμός επιχειρήσεων με διαθέσιμα μετρητά και σχετικά λίγες επιχειρήσεις υψηλής απόδοσης, τότε μεγαλύτερο μέρος της αξίας της συνέργειας θα επωφεληθούν οι τελευταίες.

γ. Η παρουσία άλλων υποψηφίων-αγοραστών για την επιχείρηση στόχο: Όταν υπάρχουν περισσότεροι από έναν υποψήφιοι για μια επιχείρηση, οι πιθανότητες είναι να ευνοηθούν οι μέτοχοι της εταιρείας στόχου.

#### Προσδιορισμός τρόπου πληρωμής:

Μόλις μια επιχείρηση αποφασίσει να πληρώσει μια δεδομένη τιμή για μια επιχείρηση στόχο, τότε πρέπει να αποφασίσει πώς θα πληρώσει για αυτή την εξαγορά. Ειδικότερα, πρέπει να λάβει μία απόφαση για τα παρακάτω:

α. Υποχρεώσεις έναντι ιδίων κεφαλαίων: Μια επιχείρηση μπορεί να συγκεντρώσει το ποσό για την εξαγορά είτε από δανεισμό είτε από ίδια κεφάλαια. Ο συνδυασμός θα εξαρτηθεί από την πιστοληπτική ικανότητα και των δύο εταιρειών. Έτσι, η απόκτηση μιας εταιρείας στόχου η οποία έχει πολύ κακό δείκτη πιστοληπτικής ικανότητας θα πρέπει να χρηματοδοτηθεί με μεγαλύτερο ποσοστό δανεισμού από ότι στην περίπτωση που η εταιρεία στόχος έχει άριστο δείκτη πιστοληπτικής ικανότητας. Αυτό, φυσικά, αποτυπώνεται στην αξία της επιχείρησης μέσω του κόστους του κεφαλαίου. Είναι επίσης πιθανό η εξ αγοράζουσα επιχείρηση να έχει πλεονάζουσα ικανότητα δανεισμού και να χρησιμοποιήσει αυτή την ικανότητά να δανείζεται χρήματα για να πραγματοποιήσει την εξαγορά. Αν και οι μηχανισμοί δανεισμού μπορεί να φαίνονται ίδιοι, σε αυτή την περίπτωση είναι σημαντικό η αξία της επιχείρησης στόχου να μην αντικατοπτρίζει αυτό το πρόσθετο χρέος. Το πρόσθετο χρέος δεν έχει καμία σχέση με την επιχείρηση στόχο οπότε κάθε προσπάθεια ενσωμάτωσής του στην αξία της εξαγοράς θα έχει ως αποτέλεσμα η εξ αγοράζουσα επιχείρηση να πληρώσει premium για κάτι που ήδη ανήκει στους μετόχους της.

β. Μετρητά έναντι μετοχών: Υπάρχουν τρεις τρόποι με τους οποίους μια επιχείρηση μπορεί να χρησιμοποιήσει τα ίδια κεφάλαια για την χρηματοδότηση της εξαγοράς. Ο πρώτος είναι να χρησιμοποιήσει ταμειακά διαθέσιμα που έχουν δημιουργηθεί με την πάροδο του χρόνου. Ο δεύτερος είναι η έκδοση μετοχών στο κοινό αντλώντας έτσι μετρητά για την πληρωμή του τιμήματος. Ο τρίτος είναι να προσφέρει μετοχές ως πληρωμή για την απόκτηση της επιχείρησης στόχου, με την πληρωμή να έχει τη μορφή ανταλλαγής μετοχών (swap) μεταξύ των δύο εταιρειών. Για να επιλεγεί ο καταλληλότερος τρόπος από τα παραπάνω θα πρέπει να λάβουμε υπόψη κάποιους βασικούς παράγοντες. Καταρχήν τη διαθεσιμότητα ή μη μετρητών. Αν δεν υπάρχουν δεν μπορούμε να πληρώσουμε σε μετρητά. Έπειτα η τρέχουσα αξία της μετοχής. Όταν η μετοχή εκδίδεται στο κοινό για να αντληθούν μετρητά για επενδύσεις ή προσφέρεται ως πληρωμή σε εξαγορές, τα στελέχη της εξ αγοράζουσας εταιρείας εκτιμούν την αξία της μετοχής. Με άλλα λόγια όσοι πιστεύουν ότι η μετοχή τους διαπραγματεύεται σε τιμή σημαντικά χαμηλότερη από την αξία της δεν θα πρέπει να χρησιμοποιούν τις μετοχές ως μέσο πληρωμής στις εξαγορές, δεδομένου ότι αυτό που κερδίζουν από την

εξαγορά μπορεί να είναι περισσότερο από όσα έχασαν στο χρηματιστήριο. Από την άλλη εάν πιστεύουν ότι οι μετοχές τους είναι υπεριτιμημένες είναι πολύ πιο πιθανό να τις χρησιμοποιήσουν ως μέσο πληρωμής στην εξαγορά. Βέβαια οι μέτοχοι της επιχείρησης στόχου το γνωρίζουν αυτό και μπορεί να απαιτήσουν μεγαλύτερο τίμημα όταν η πληρωμή πραγματοποιείται εξ ολοκλήρου με τη μορφή απόκτησης μετοχών. Τέλος θα πρέπει να ληφθούν υπόψη πιθανοί φορολογικοί παράγοντες. Όταν η πληρωμή γίνεται με ανταλλαγή μετοχών (swap), οι μέτοχοι της επιχείρησης στόχου μπορεί να είναι σε θέση να παρουσιάσουν αναβαλλόμενη φορολογία για κέρδη που προκύπτουν από το swap. Επειδή το όφελος μπορεί να πολύ μεγάλο από μία εξαγορά, τα πιθανά φορολογικά κέρδη από μια ανταλλαγή μετοχών μπορεί να είναι τόσο μεγάλα ώστε να αντισταθμίσουν τυχόν μειονεκτήματα της εξαγοράς.

#### Λογιστική απεικόνιση της εξαγοράς:

Το τελευταίο βήμα στη διάρθρωση εξαγορών είναι η λογιστική απεικόνιση της εξαγοράς κάτι το οποίο φαίνεται να διαδραματίζει δυσανάλογο ρόλο στον τρόπο που είναι δομημένες οι εξαγορές καθώς και στον καθορισμό των όρων τους. Υπάρχουν δύο βασικές επιλογές για τη λογιστική απεικόνιση μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς. Αυτές είναι η απεικόνιση αγοράς και το λεγόμενο pooling. Στην πρώτη περίπτωση, όλο το τίμημα αντανάκλαται στον ισολογισμό της εξ αγοράζουσας επιχείρησης και η διαφορά μεταξύ τιμής αγοράς και αναπροσαρμοσμένης αξίας του ενεργητικού της επιχείρησης στόχου εμφανίζονται ως υπεραξία για την εξ αγοράζουσα εταιρεία. Στην περίπτωση αυτή η υπεραξία αποσβένεται σε μία εύλογη περίοδο, μειώνοντας τα καθαρά κέρδη κάθε χρονιάς. Η απόσβεση δεν εκπίπτει φορολογικά συνεπώς δεν επηρεάζει τις ταμειακές ροές. Στην δεύτερη περίπτωση του pooling οι λογιστικές αξίες της εταιρείας στόχου και της εξ αγοράζουσας παρουσιάζονται συγκεντρωτικά. Το premium που καταβλήθηκε δεν εμφανίζεται στον ισολογισμό της εξ αγοράζουσας εταιρείας. Προκειμένου να μπορέσουν οι συγχωνευόμενες επιχειρήσεις να απεικονίσουν λογιστικά την εξαγορά με το pooling πρέπει να τηρούνται οι παρακάτω προϋποθέσεις:

- α. Κάθε μία από τις επιχειρήσεις πρέπει να είναι ανεξάρτητη. Το pooling δεν επιτρέπεται όταν μία εκ των επιχειρήσεων είναι θυγατρική ή τμήμα της άλλης επιχείρησης κατά τα δύο προηγούμενα έτη πριν τη συγχώνευση.
- β. Για την κάλυψη της συναλλαγής μπορούν να εκδοθούν μόνο κοινές μετοχές με δικαίωμα ψήφου.
- γ. Αγορά ιδίων μετοχών ή άλλες συναλλαγές που αλλάζουν την κεφαλαιακή δομή πριν από τη συγχώνευση δεν επιτρέπονται.
- δ. Δεν επιτρέπονται συναλλαγές που ωφελούν μόνο μια ομάδα μετόχων.

ε. Η επιχείρηση που προκύπτει από την εξαγορά δεν μπορεί να πουλήσει σημαντικό μέρος των υφιστάμενων δραστηριοτήτων εκτός από διπλές εγκαταστάσεις ή πλεονάζουσα χωρητικότητα.

Το ερώτημα εάν μια εξαγορά μπορεί να απεικονιστεί με pooling φαίνεται να έχει ιδιαίτερη βαρύτητα κυρίως στα στελέχη των εξ αγοραζουσών εταιρειών. Ορισμένες επιχειρήσεις δεν προβαίνουν καν σε εξαγορές εάν δεν πληρούν τις προϋποθέσεις για pooling ή αναγκάζονται να πληρώσουν υψηλά premium για να πληρούν τις προϋποθέσεις (Damodaran σελ.1004-1011).

.

### **1.5 Συμπεράσματα**

Πολλές εξαγορές και συγχωνεύσεις είναι αποτέλεσμα συνεργιών καθώς η συνένωση οδηγεί σε μεγάλη αύξηση των κερδών και σε δημιουργία μεγαλύτερης υπεραξίας για τις επιχειρήσεις που συμμετέχουν. Δυστυχώς παρόλο που οι προσδοκίες των επενδυτών είναι πάντα θετικές μετά από μια εξαγορά ή συγχώνευση, γιατί έτσι δείχνουν οι αποτιμήσεις, καμιά φορά τα αποτελέσματα δεν είναι τα αναμενόμενα γιατί η διαδικασία ένωσης δύο εταιρειών μπορεί να είναι τόσο πολύπλοκη ώστε να μην μπορούν τελικά τα στελέχη να την φέρουν εις πέρας. Η πολυπλοκότητα μπορεί να έχει να κάνει με την τεχνολογία που χρησιμοποιούν οι δύο εταιρείες, το που βρίσκονται γεωγραφικά κ.ο.κ. Επίσης υπάρχουν πολλά παραδείγματα στη βιβλιογραφία όπου μεγάλες εξαγορές απέτυχαν ακόμα και λόγω αδυναμίας υιοθέτησης κοινής κουλτούρας από τα στελέχη των εταιρειών. Πάντως τα τελευταία χρόνια παρατηρείται ότι το μεγαλύτερο ποσοστό των εξαγορών αποσκοπεί στην διεθνοποίηση εταιρειών καθώς και στη προσπάθεια συγκέντρωσης του μεριδίου αγοράς από εταιρείες κολοσσούς.

### **1.6 Βιβλιογραφία Κεφαλαίου**

1. Jemison D.B. and S.B. Sitkin, *'Acquisitions: The process Can Be A Problem'*, *Harvard Business Review*, (March-April, 1986), pp.107-116.
2. Παπαδάκης Βασίλειος, *'Στρατηγική των Επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής εμπειρία'* (Τόμος Α, 7<sup>η</sup> έκδοση 2016, Εκδόσεις Μπένου), Κεφ.10.
3. Hitt, M.A., R.D. Ireland and R.E. Hoskisson, *'Strategic Management: Competitiveness and Globalization'*, Cengage Learning, 11<sup>th</sup> edition, 2015.
4. Steiner, P., *'Mergers: Motives, Effects, Policies'*, Michigan, University of Michigan Press, 1975.
5. Brealey, Myers, Marcus. *'Fundamentals of Corporate Finance'* 7<sup>th</sup> edition 2012, Mc Graw –Hill Irwin, chap.21.
6. Damodaran Aswath, *'Investment Valuation'* John Wiley & Sons Inc., 2nd Edition, 2002, chap. 25.



## **ΚΕΦ 2 Μοντέλα Αποτίμησης Επιχειρήσεων**

### **2.1 Εισαγωγή**

Στην πράξη οι αναλυτές χρησιμοποιούν μια ευρεία γκάμα μοντέλων αποτίμησης των περιουσιακών στοιχείων, που κυμαίνονται από πολύ απλά σε αρκετά εξελιγμένα. Αυτά τα μοντέλα συχνά διαφέρουν σημαντικά στα αποτελέσματα αποτίμησης, αλλά έχουν και κάποια κοινά χαρακτηριστικά που μπορούν να ταξινομηθούν ευρύτερα. Η ταξινόμηση αυτή έχει αρκετά πλεονεκτήματα διότι βοηθάει στην κατανόηση του κατά πόσο ένα μεμονωμένο μοντέλο ταιριάζει στην γενικότερη εικόνα μίας αποτίμησης, απαντάει στο γιατί παρέχει διαφορετικά αποτελέσματα και πότε υπάρχουν βασικά λάθη στη λογική της αποτίμησης. Σε γενικές γραμμές, υπάρχουν τρεις προσεγγίσεις για την αποτίμηση. Ο πρώτος είναι με προεξόφληση των ταμειακών ροών όπου συγκρίνει την αξία ενός περιουσιακού στοιχείου με την παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών του. Η δεύτερη είναι η σχετική αποτίμηση η οποία υπολογίζει την αξία ενός περιουσιακού στοιχείου εξετάζοντας την αξία «συγκρίσιμων» περιουσιακών στοιχείων σε σχέση με μια κοινή μεταβλητή όπως είναι τα κέρδη, οι ταμειακές ροές, η λογιστική αξία ή οι πωλήσεις. Η τρίτη είναι η αποτίμηση ενδεχόμενων απαιτήσεων η οποία χρησιμοποιεί μοντέλα αποτίμησης δικαιωμάτων προαίρεσης για τη μέτρηση της αξίας των περιουσιακών στοιχείων που παρουσιάζουν τέτοιου είδους χαρακτηριστικά. Τέτοια περιουσιακά στοιχεία μπορεί να είναι χρηματοοικονομικά όπως μετοχές αλλά μπορεί να είναι και πραγματικά περιουσιακά στοιχεία όπως διπλώματα ευρεσιτεχνίας, αποθέματα πετρελαίου κλπ.. Ειδικά στα τελευταία μπορεί να υπάρχουν σημαντικές διαφορές στα αποτελέσματα της αποτίμησης ανάλογα με την μέθοδο που χρησιμοποιείται (Damodaran σελ.16).

### **2.2 Μέθοδοι Αποτίμησης**

#### **2.2.1 Προεξόφληση Ταμειακών Ροών**

Το μεγαλύτερο μέρος των αποτιμήσεων γίνεται με τη μέθοδο της σχετικής αποτίμησης. Παρόλα αυτά η μέθοδος προεξόφλησης των ταμειακών ροών είναι η βάση πάνω στην οποία στηρίζονται και οι υπόλοιπες μέθοδοι αποτίμησης. Δεν μπορούμε να κάνουμε σχετική αποτίμηση σωστά χωρίς πρώτα να κατανοήσουμε την προεξόφληση ταμειακών ροών. Επίσης για να εφαρμόσουμε μοντέλα αποτίμησης δικαιωμάτων προαίρεσης σε στοιχεία ενεργητικού, θα πρέπει να ξεκινήσουμε με προεξόφληση ταμειακών ροών.

### Βάση Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών

Αυτή η προσέγγιση βασίζεται στον κανόνα της παρούσας αξίας, όπου η αξία του κάθε περιουσιακού στοιχείου είναι η παρούσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών ταμειακών ροών του.

$$\text{Value} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

όπου,

n = Ζωή του περιουσιακού στοιχείου

CF<sub>t</sub> = Ταμειακή ροή κατά την περίοδο t

r = Συντελεστής προεξόφλησης που αντικατοπτρίζει την επικινδυνότητα των εκτιμώμενων ταμειακών ροών.

Οι ταμειακές ροές διαφέρουν σε διαφορετικά περιουσιακά στοιχεία. Ο συντελεστής προεξόφλησης εξαρτάται από την επικινδυνότητα των εκτιμώμενων ταμειακών ροών, οπότε έχει υψηλότερο ποσοστό για τα πιο ριψοκίνδυνα περιουσιακά στοιχεία και χαμηλότερο ποσοστό για τα ασφαλέστερα περιουσιακά στοιχεία. Θα μπορούσαμε να πούμε ότι η προ εξοφλημένη ταμειακή ροή είναι συνεχής στο διηνεκές. Στο ένα άκρο του φάσματος έχουμε ένα μηδενικό ομολογιακό δάνειο, με εγγυημένη ταμειακή ροή στο μέλλον. Η προεξόφληση αυτής της ταμειακής ροής στο μέλλον με μηδενικό συντελεστή προεξόφλησης πρέπει να αποδώσει την αξία του ομολόγου. Λίγο πιο πέρα από το άκρο του φάσματος υπάρχουν τα εταιρικά ομόλογα όπου οι ταμειακές ροές λαμβάνουν τη μορφή κουπονιών και υπάρχει κίνδυνος χρεωκοπίας. Αυτά τα ομόλογα μπορούν να αποτιμηθούν με προεξόφληση των ταμειακών ροών με επιτόκιο προεξόφλησης το οποίο αντανάκλα τον κίνδυνο χρεωκοπίας. Όσο μεγαλώνει ο κίνδυνος, φτάνουμε στις μετοχές, όπου υπάρχουν αναμενόμενες ταμειακές ροές με σημαντική αβεβαιότητα. Η αξία τους εδώ θα πρέπει να είναι η παρούσα αξία των αναμενόμενων ταμειακών ροών με προεξοφλητικό επιτόκιο που αντικατοπτρίζει την αβεβαιότητα.

Στην αποτίμηση των προ εξοφλημένων ταμειακών ροών, προσπαθούμε να εκτιμήσουμε την εσωτερική αξία ενός περιουσιακού στοιχείου βάσει θεμελιωδών κανόνων. Θεωρήστε ως εσωτερική αξία την αξία που ενσωματώνεται στην επιχείρηση από έναν εξειδικευμένο αναλυτή, ο οποίος όχι μόνο γνωρίζει τις αναμενόμενες ταμειακές ροές για την επιχείρηση αλλά και χρησιμοποιεί τους σωστούς συντελεστές προεξόφλησης στην εκτίμηση των ταμειακών ροών αποτιμώντας με απόλυτη ακρίβεια. Όσο δύσκολη και να είναι η προσπάθεια εκτίμησης της εσωτερικής αξίας, ιδιαίτερα

όταν εκτιμούμε νέες εταιρείες με σημαντική αβεβαιότητα σχετικά με το μέλλον, πιστεύουμε ότι αυτές οι εκτιμήσεις μπορεί να είναι διαφορετικές από τις τιμές που αποτιμώνται αυτές οι εταιρείες στην αγορά. Με άλλα λόγια, οι αγορές κάνουν λάθη. Αυτό δε σημαίνει ότι οι αγορές είναι ανεπαρκείς. Απλά παράλληλα με την υπόθεση ότι οι τιμές μπορεί να αποκλίνουν από την εσωτερική αξία, θα πρέπει να θεωρήσουμε ότι αυτά τα δύο θα συγκλίνουν νωρίτερα παρά αργότερα.

### *Κατηγοριοποίηση Μοντέλων Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών*

Υπάρχουν κυριολεκτικά χιλιάδες μοντέλα προεξόφλησης ταμειακών ροών. Πολλές φορές, ακούμε από παραδοσιακές επενδυτικές τράπεζες ή συμβουλευτικές εταιρείες ότι τα μοντέλα αποτίμησης που εφαρμόζουν είναι καλύτερα ή πιο εξελιγμένα από αυτά που χρησιμοποιούνται από τους πιο σύγχρονους. Παρόλα αυτά, τα μοντέλα προεξόφλησης ταμειακών ροών διαφέρουν μεταξύ τους μόνο σε συγκεκριμένες παραμέτρους τις οποίες και θα εξετάσουμε παρακάτω.

#### I. Αποτίμηση Ιδίων Κεφαλαίων, Αποτίμηση Εταιρείας και Αποτίμηση με υπολογισμό Προσαρμοσμένης Παρούσας Αξίας

Υπάρχουν τρεις δρόμοι για την προεξόφληση ταμειακών ροών. Ο πρώτος είναι να αποτιμηθούν τα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης, ο δεύτερος είναι να αποτιμηθεί ολόκληρη η επιχείρηση, η οποία περιλαμβάνει, εκτός των ιδίων κεφαλαίων, και τους άλλους δικαιούχους της εταιρείας (ομολογιούχοι, προνομιούχοι μέτοχοι κλπ.) και ο τρίτος να εκτιμηθεί η επιχείρηση τμηματικά, ξεκινώντας από τη λειτουργική της δραστηριότητα και στη συνέχεια προσθέτοντας τις επιπτώσεις στην αξία του χρέους και άλλων ξένων κεφαλαίων. Ενώ και οι τρεις προσεγγίσεις μας δίνουν προεξοφλημένες ταμειακές ροές, οι αντίστοιχες ταμειακές ροές και τα προεξοφλητικά επιτόκια είναι διαφορετικά σε κάθε περίπτωση.

Η αποτίμηση των ιδίων κεφαλαίων προκύπτει με προεξόφληση των αναμενόμενων ταμειακών ροών στα ίδια κεφάλαια δηλαδή είναι η υπολειμματική αξία ταμειακών ροών μετά την κάλυψη όλων των εξόδων, τις ανάγκες επανεπένδυσης, τις φορολογικές υποχρεώσεις και τις καθαρές πληρωμές χρεών (τόκοι, πληρωμές κεφαλαίου και νέα έκδοση χρεών), στο κόστος των ιδίων κεφαλαίων, δηλαδή το ποσοστό απόδοσης που απαιτείται από τους μετόχους της επιχείρησης.

$$\text{Value of Equity} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{CF to Equity}_t}{(1+k_e)^t}$$

όπου,

CF to Equity = Αναμενόμενη Ταμειακή Ροή προς Ίδια Κεφάλαια κατά την περίοδο t  
 $k_e$  = Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων

Το μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων είναι μια εξειδικευμένη περίπτωση αποτίμησης ιδίων κεφαλαίων, όπου η αξία των ιδίων κεφαλαίων είναι η παρούσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών μερισμάτων.

Η αποτίμηση της επιχείρησης προκύπτει με προεξόφληση των αναμενόμενων ταμειακών ροών στην επιχείρηση, δηλαδή την υπολειμματική αξία των ταμειακών ροών μετά την κάλυψη όλων των λειτουργικών εξόδων, τις ανάγκες επανεπένδυσης και τους φόρους, αλλά πριν από οποιαδήποτε πληρωμή σε δανειστές ή μετόχους, με τον μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου, το οποίο είναι το κόστος των διαφόρων συνιστωσών χρηματοδότησης που χρησιμοποιούνται από την εταιρεία, σταθμισμένο βάσει της αναλογούσας τρέχουσας αξίας τους.

$$\text{Value of Firm} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{CF to Firm}_t}{(1+WACC)^t}$$

όπου,

CF to Firm<sub>t</sub> = Αναμενόμενη ταμειακή ροή προς επιχείρηση κατά την περίοδο t

WACC = σταθμισμένο μέσο κόστος κεφαλαίου

Η αποτίμηση της επιχείρησης μπορεί επίσης να επιτευχθεί με την αποτίμηση κάθε απαίτησης από την επιχείρηση χωριστά. Στην περίπτωση αυτή, η οποία ονομάζεται προσαρμοσμένη παρούσα αξία, ξεκινάμε αποτιμώντας τα ίδια κεφάλαια στην επιχείρηση, υποθέτοντας ότι χρηματοδοτήθηκε μόνο με ίδια κεφάλαια. Τότε εξετάζουμε την προστιθέμενη αξία (ή αφαιρούμενη αξία) από το χρέος λαμβάνοντας υπόψη την παρούσα αξία από τα φορολογικά οφέλη που απορρέουν από το χρέος και τα αναμενόμενα έξοδα χρεωκοπίας.

Αξία της επιχείρησης = Αξία της επιχείρησης που χρηματοδοτείται από όλα τα ίδια κεφάλαια + Παρούσα αξία των φορολογικών ωφελειών + Αναμενόμενα έξοδα πτώχευσης

Στην πραγματικότητα, η προσέγγιση αυτή μπορεί να γενικευθεί ώστε να επιτρέψει την πραγματοποίηση προεξόφλησης διαφορετικών ταμειακών ροών στην επιχείρηση με διαφορετικούς συντελεστές προεξόφλησης, ανάλογα με τον κίνδυνο που απορρέει από αυτά.

Ενώ οι παραπάνω τρεις προσεγγίσεις χρησιμοποιούν διαφορετικούς ορισμούς για τις ταμειακές ροές και τους συντελεστές προεξόφλησης, θα δώσουν συνεπείς εκτιμήσεις της τελικής αξίας, εφόσον χρησιμοποιούνται οι σωστές παραδοχές στην αποτίμηση.

Το βασικό σφάλμα που πρέπει να αποφευχθεί είναι η αναντιστοιχία ταμειακών ροών και συντελεστών προεξόφλησης δεδομένου ότι η προεξόφληση των ταμειακών ροών στα ίδια κεφάλαια με κόστος του κεφαλαίου θα οδηγήσει σε μια αύξουσα εκτίμηση της αξίας των ιδίων κεφαλαίων, ενώ η προεξόφληση των ταμειακών ροών στην επιχείρηση με το κόστος των ιδίων κεφαλαίων θα οδηγήσει σε μια φθίνουσα εκτίμηση της αξίας της επιχείρησης.

## II. Σύγκριση Μοντέλων Συνολικών Ταμειακών Ροών και Υπερβαλλόντων Ταμειακών Ροών

Το συμβατικό μοντέλο προεξόφλησης ταμειακών ροών εκτιμά ένα περιουσιακό στοιχείο υπολογίζοντας την παρούσα αξία όλων των ταμειακών ροών που δημιουργούνται από το εν λόγω στοιχείο με τον κατάλληλο συντελεστή προεξόφλησης. Στο μοντέλο υπερβάλλουσας απόδοσης (υπερβαλλόντων ταμειακών ροών) μόνο οι ταμειακές ροές που εισπράχθηκαν πέραν της απαιτούμενης απόδοσης θεωρούνται ως δημιουργία αξίας και η παρούσα αξία αυτών των υπερβαλλόντων ταμειακών ροών μπορεί να προστεθεί στο ποσό που επενδύεται στο περιουσιακό στοιχείο για την εκτίμηση της αξίας του.

### *Εφαρμογή και Περιορισμοί της Αποτίμησης με Προεξόφληση Ταμειακών Ροών*

Η αποτίμηση με προεξόφληση ταμειακών ροών βασίζεται στις αναμενόμενες μελλοντικές ταμειακές ροές και στους συντελεστές προεξόφλησης. Δεδομένων αυτών των προ απαιτούμενων, αυτή η μέθοδος είναι πιο εύκολη στη χρήση για επιχειρήσεις των οποίων οι ταμειακές ροές είναι θετικές και μπορούν να εκτιμηθούν με σχετική αξιοπιστία για μελλοντικές περιόδους, και για όπου υπάρχει πιθανότητα κινδύνου που μπορεί να χρησιμοποιηθεί για τον προσδιορισμό συντελεστών προεξόφλησης. Όσο περισσότερο απομακρυνόμαστε από αυτή την εξιδανικευμένη συνθήκη, τόσο πιο δύσκολη γίνεται η αποτίμηση με προεξόφληση ταμειακών ροών. Παρακάτω θα δούμε μερικές περιπτώσεις όπου η μέθοδος των ταμειακών ροών μπορεί να αντιμετωπίσει προβλήματα και θα πρέπει να προσαρμοστεί στις εκάστοτε συνθήκες.

(1) Επιχειρήσεις που αντιμετωπίζουν προβλήματα: Μια προβληματική επιχείρηση γενικά έχει αρνητικά κέρδη και ταμειακές ροές. Αυτό που αναμένουμε είναι να χάνει χρήματα για κάποιο χρονικό διάστημα στο μέλλον. Για αυτές τις επιχειρήσεις, αναμενόμενες μελλοντικές ταμειακές ροές είναι δύσκολο να γίνουν, καθώς υπάρχει μεγάλη πιθανότητα πτώχευσης. Για

τις επιχειρήσεις οι οποίες αναμένεται να αποτύχουν, η προεξόφληση ταμειακών ροών δεν λειτουργεί πολύ καλά, δεδομένου ότι εκτιμούμε την επιχείρηση ως συνεχιζόμενη δραστηριότητα που παρέχει θετικές ταμειακές ροές στους επενδυτές της. Ακόμη και για τις επιχειρήσεις που αναμένεται να επιβιώσουν, οι ταμειακές ροές θα πρέπει να εκτιμηθούν μέχρι να μετατραπούν σε θετικές δεδομένου ότι η απόκτηση μίας

παρούσας αξίας αρνητικών ταμειακών ροών θα έχει αρνητική τιμή για τα ίδια κεφάλαια ή την επιχείρηση.

(2) Κυκλικές Επιχειρήσεις: Τα κέρδη και οι ταμειακές ροές των κυκλικών εταιρειών τείνουν να ακολουθούν τον κύκλο της οικονομίας. Αν η προεξόφληση ταμειακών ροών χρησιμοποιείται σε αυτές τις επιχειρήσεις, οι αναμενόμενες μελλοντικές ταμειακές ροές είναι συνήθως εξομαλυμένες, εκτός αν ο αναλυτής θέλει να αναλάβει το δύσκολο έργο της πρόβλεψης του χρόνου και της διάρκειας τυχών ύφεσης ή ανάκαμψης της οικονομίας. Πολλές κυκλικές επιχειρήσεις σε περίοδο μιας ύφεσης, μοιάζουν προβληματικές, με αρνητικά κέρδη και ταμειακές ροές. Τότε η εκτίμηση των μελλοντικών ταμειακών ροών επηρεάζεται από τις προβλέψεις του αναλυτή σχετικά με το πότε η οικονομία θα δυναμώσει και πόσο ισχυρή θα είναι η ανοδική πορεία, με τους πιο αισιόδοξους αναλυτές να φτάνουν σε υψηλότερες εκτιμήσεις αξίας. Αυτό είναι αναπόφευκτο, αλλά οι οικονομικές προκαταλήψεις του αναλυτή πρέπει να ληφθούν υπόψη πριν από την υιοθέτηση αυτών των εκτιμήσεων.

(3) Εταιρείες με μη χρησιμοποιηθέντα περιουσιακά στοιχεία: Η αποτίμηση με προεξόφληση ταμειακών ροών αντικατοπτρίζει την αξία όλων των περιουσιακών στοιχείων που παράγουν ταμειακές ροές. Εάν μια επιχείρηση διαθέτει περιουσιακά στοιχεία που δεν χρησιμοποιούνται (και ως εκ τούτου δεν παράγουν ταμειακές ροές), η αξία αυτών των περιουσιακών στοιχείων δεν θα αντικατοπτρίζεται στην αξία που προκύπτει από την προεξόφληση των αναμενόμενων μελλοντικών ταμειακών ροών. Η ίδια επιφύλαξη ισχύει, σε μικρότερο βαθμό σε υπολειμματικά περιουσιακά στοιχεία, δεδομένου ότι η αξία τους θα υποτιμηθεί με την προεξόφληση των ταμειακών ροών. Παρόλο που αυτό είναι πρόβλημα, δεν είναι ανυπέρβλητο. Η αξία αυτών των περιουσιακών στοιχείων μπορεί πάντοτε να λαμβάνεται εξωτερικά, και να προστίθεται στην τιμή που προκύπτει από την προεξόφληση ταμειακών ροών. Εναλλακτικά, τα περιουσιακά στοιχεία μπορούν να αποτιμηθούν, υποθέτοντας ότι χρησιμοποιούνται κανονικά.

(4) Επιχειρήσεις με διπλώματα ευρεσιτεχνίας ή επιλογές προϊόντων: Οι επιχειρήσεις συχνά έχουν μη χρησιμοποιημένες ευρεσιτεχνίες ή άδειες που δεν παράγουν τρέχουσες ταμειακές ροές και δεν αναμένεται να παράξουν ταμειακές ροές στο εγγύς μέλλον, αλλά παρ'όλα αυτά, είναι πολύτιμες. Σε αυτή την περίπτωση, η τιμή που λαμβάνεται από την προεξόφληση των αναμενόμενων ταμειακών ροών στην επιχείρηση θα υποτιμήσει την πραγματική αξία της επιχείρησης. Και πάλι, το πρόβλημα μπορεί να ξεπεραστεί, με την αποτίμηση αυτών των περιουσιακών στοιχείων στην ανοικτή αγορά ή χρησιμοποιώντας μοντέλα αποτίμησης δικαιωμάτων προαίρεσης και, στη συνέχεια, προσθέτοντας τα στην αξία που αποκτήθηκε από την προεξόφληση ταμειακών ροών.

(5) Επιχειρήσεις που βρίσκονται σε διαδικασία αναδιάρθρωσης: Οι επιχειρήσεις που βρίσκονται σε διαδικασία αναδιάρθρωσης συχνά πωλούν μερικά από τα περιουσιακά τους στοιχεία, αποκτούν άλλα περιουσιακά στοιχεία και μεταβάλλουν την κεφαλαιακή διάρθρωση και τη μερισματική τους πολιτική. Μερικές μάλιστα αλλάζουν τη δομή της ιδιοκτησίας τους (από εισηγμένες γίνονται ιδιωτικές κλπ.) καθώς και την πολιτική των αμοιβών τους προς τη διοίκηση. Κάθε μία από αυτές τις αλλαγές κάνει την εκτίμηση των μελλοντικών ταμειακών ροών πιο δύσκολη και επηρεάζει τον κίνδυνο της επιχείρησης. Η χρησιμοποίηση ιστορικών στοιχείων για τις επιχειρήσεις αυτές μπορεί να μας οδηγήσει σε μια παραπλανητική εικόνα της πραγματικής αξίας τους. Ωστόσο αυτές οι επιχειρήσεις μπορούν να αποτιμηθούν, ακόμη και υπό την επήρεια των μεγάλων αλλαγών στις επενδύσεις και την χρηματοοικονομική τους πολιτική, εάν οι μελλοντικές ταμειακές ροές αντικατοπτρίζουν τις αναμενόμενες επιδράσεις αυτών των αλλαγών και ο συντελεστής προεξόφλησης προσαρμόζεται στον νέο επιχειρηματικό και χρηματοοικονομικό κίνδυνο της επιχείρησης.

(6) Επιχειρήσεις που εμπλέκονται σε εξαγορές: Υπάρχουν τουλάχιστον δύο ζητήματα σχετικά με τις εξαγορές, που πρέπει να λαμβάνονται υπόψη κατά την εκτίμηση της αξίας μιας εταιρείας στόχου με τη μέθοδο αποτίμησης με προεξόφληση ταμειακών ροών. Ο πρώτος είναι το αν θα υπάρχει συνέργεια στη συγχώνευση και αν η αξία της μπορεί να εκτιμηθεί. Μπορεί να γίνει, αν και απαιτούνται υποθέσεις σχετικά με τη μορφή της συνέργειας και την επίδρασή της στις ταμειακές ροές. Ο δεύτερος, ειδικά σε εχθρικές εξαγορές, είναι η επίδραση της αλλαγής της διοίκησης στις ταμειακές ροές και στον κίνδυνο. Και πάλι, η επίδραση της αλλαγής μπορεί και πρέπει να ενσωματωθεί στις εκτιμήσεις των μελλοντικών ταμειακών ροών και των συντελεστών προεξόφλησης άρα και στην αξία.

(7) Ιδιωτικές Επιχειρήσεις: Το μεγαλύτερο πρόβλημα στη χρήση μοντέλων αποτίμησης ιδιωτικών επιχειρήσεων με προεξόφληση ταμειακών ροών είναι η μέτρηση του κινδύνου (που θα χρησιμοποιηθεί για την εκτίμηση του συντελεστή προεξόφλησης) καθώς τα περισσότερα μοντέλα κινδύνου προϋποθέτουν ότι οι παράμετροι κινδύνου έχουν στηριχθεί σε ιστορικά δεδομένα των περιουσιακών στοιχείων. Επειδή όμως οι εξασφαλίσεις στις ιδιωτικές εταιρείες δεν διαπραγματεύονται, αυτό δεν είναι εφικτό. Μία λύση είναι να δούμε τον κίνδυνο συγκρίσιμων επιχειρήσεων οι οποίες είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο. Η άλλη λύση είναι να συσχετίσουμε το μέτρο του κινδύνου με τις λογιστικές μεταβλητές, οι οποίες είναι διαθέσιμες για την ιδιωτική επιχείρηση (Damodaran σελ.16-25).

### 2.2.2 Σχετική Αποτίμηση

Ενώ επικεντρωνόμαστε περισσότερο στην αποτίμηση με προεξόφληση των ταμειακών ροών, όταν συζητάμε για αποτίμηση, η πραγματικότητα είναι ότι οι περισσότερες αποτιμήσεις είναι σχετικές αποτιμήσεις. Η αξία των περισσότερων περιουσιακών στοιχείων, από το σπίτι που αγοράζουμε μέχρι τις μετοχές στις οποίες επενδύουμε, βασίζεται στο πώς παρόμοια περιουσιακά στοιχεία τιμολογούνται στην αγορά.

#### *Βάση για τη Σχετική Αποτίμηση*

Στη σχετική αποτίμηση, η αξία ενός περιουσιακού στοιχείου προκύπτει από την τιμολόγηση «συγκρίσιμων» περιουσιακών στοιχείων, τυποποιημένα χρησιμοποιώντας μια κοινή μεταβλητή όπως τα κέρδη, οι ταμειακές ροές, η λογιστική αξία ή τα έσοδα. Μια απεικόνιση αυτής της προσέγγισης είναι η χρήση του λόγου μεταξύ μέσης τιμής και κέρδους για την αποτίμηση μιας επιχείρησης. Αυτό προϋποθέτει ότι οι άλλες επιχειρήσεις του κλάδου είναι συγκρίσιμες με την επιχείρηση που αποτιμάται και ότι η αγορά, κατά μέσο όρο, αποτιμά αυτές τις επιχειρήσεις σωστά. Ένα άλλο πολλαπλάσιο σε ευρεία χρήση είναι ο λόγος της τιμής προς λογιστική αξία, με τις εταιρείες οι οποίες πωλούν με έκπτωση επί της λογιστικής αξίας, σε σχέση με συγκρίσιμες επιχειρήσεις, να θεωρούνται υποτιμημένες. Επίσης το πολλαπλάσιο της τιμής προς τις πωλήσεις χρησιμοποιείται για την αποτίμηση των επιχειρήσεων, υπολογίζοντας το λόγο μέσης τιμής προς πωλήσεις χρησιμοποιώντας παρόμοια χαρακτηριστικά για σύγκριση. Ενώ και τα τρία αυτά πολλαπλάσια είναι από τα πιο ευρέως χρησιμοποιούμενα, υπάρχουν και άλλα που παίζουν επίσης ρόλο στην αποτίμηση όπως τιμή με ταμειακές ροές, τιμή με μερίσματα και η τρέχουσα αξία με την αξία αντικατάστασης (Tobin's Q).

Σε αντίθεση με την προεξόφληση ταμειακών ροών, την οποία περιγράψαμε ως αιτία υπολογισμού εσωτερικής αξίας, είμαστε πολύ πιο εξαρτημένοι από την αγορά όταν χρησιμοποιούμε σχετική αποτίμηση. Με άλλα λόγια υποθέτουμε ότι η αγορά είναι σωστή στον τρόπο με τον οποίο αποτιμά τις μετοχές, κατά μέσο όρο, αλλά κάνει λανθασμένες αποτιμήσεις για μεμονωμένες μετοχές. Υποθέτουμε επίσης ότι μια σύγκριση των πολλαπλασίων θα μας επιτρέψει να εντοπίσουμε αυτά τα σφάλματα και ότι αυτά τα σφάλματα θα διορθωθούν σε εύλογο διάστημα. Η υπόθεση ότι οι αγορές διορθώνουν τα λάθη τους με την πάροδο του χρόνου είναι κοινή και στις δύο μεθόδους αποτίμησης αλλά εκείνοι που χρησιμοποιούν πολλαπλάσια και συγκρίσιμα στοιχεία για να αγοράσουν μετοχές υποστηρίζουν, ότι τα σφάλματα που έγιναν από λάθη αποτιμήσεως μεμονωμένων μετοχών εντοπίζονται πιο εύκολα και πιο είναι πιθανό να διορθωθούν γρήγορα.



### *Κατηγοριοποίηση Μοντέλων Σχετικής Αποτίμησης*

Οι αναλυτές και οι επενδυτές είναι ατελείωτα εφευρετικοί όταν πρόκειται να χρησιμοποιήσουν σχετική αποτίμηση. Μερικοί συγκρίνουν τα πολλαπλάσια μεταξύ των εταιρειών, ενώ άλλοι συγκρίνουν τα πολλαπλάσια μιας εταιρείας σε σχέση με τα πολλαπλάσια που χρησιμοποιούσε στο παρελθόν. Ενώ οι περισσότερες σχετικές αποτιμήσεις βασίζονται σε συγκρίσιμα στοιχεία, υπάρχουν μερικές σχετικές αποτιμήσεις οι οποίες βασίζονται σε βασικές αρχές.

#### I. Βασικές αρχές έναντι συγκρίσιμων στοιχείων

Στην αποτίμηση με προεξόφληση ταμειακών ροών, η αξία μιας επιχείρησης καθορίζεται από τις αναμενόμενες ταμειακές ροές της. Με όλα τα άλλα στοιχεία να παραμένουν σταθερά, οι υψηλότερες ταμειακές ροές, με μικρότερο κίνδυνο και υψηλότερη ανάπτυξη πρέπει να αποφέρουν υψηλότερη αξία. Ορισμένοι αναλυτές που χρησιμοποιούν πολλαπλάσια επιστρέφουν στα μοντέλα προεξόφλησης ταμειακών ροών για την εξαγωγή πολλαπλασίων. Άλλοι αναλυτές συγκρίνουν τα πολλαπλάσια μεταξύ επιχειρήσεων ή μέσα στο χρόνο, και κάνουν φανερές ή σιωπηρές υποθέσεις σχετικά με το πώς οι επιχειρήσεις διαφέρουν ή συγκλίνουν σε βασικά στοιχεία.

##### 1. Χρησιμοποιώντας τις βασικές αρχές

Η πρώτη προσέγγιση συσχετίζει τα πολλαπλάσια με τα βασικά στοιχεία της επιχείρησης που αποτιμάται δηλαδή τους ρυθμούς αύξησης, των κερδών και των ταμειακών ροών, και τους δείκτες πληρωμών και κινδύνου. Η προσέγγιση αυτή για την εκτίμηση των πολλαπλασίων ισοδυναμεί με τη χρήση μοντέλων προεξόφλησης ταμειακών ροών, όπου απαιτείται η ίδια πληροφορία και αποδίδονται τα ίδια αποτελέσματα. Το κύριο πλεονέκτημα είναι να φανεί η σχέση μεταξύ πολλαπλασίων και χαρακτηριστικών της επιχείρησης, και μας επιτρέπει να διερευνήσουμε τον τρόπο με τον οποίο τα πολλαπλάσια αλλάζουν καθώς αλλάζουν αυτά τα χαρακτηριστικά.

##### 2. Χρήση Συγκριτικών

Η πιο κοινή προσέγγιση στη χρήση πολλαπλασίων είναι η σύγκριση του τρόπου με τον οποίο μια επιχείρηση αποτιμάται σε σχέση με τον τρόπο τον οποίο αποτιμώνται παρόμοιες επιχειρήσεις ή σε ορισμένες περιπτώσεις, σε σχέση με το πώς είχε αποτιμηθεί η επιχείρηση

σε προηγούμενες περιόδους. Το να βρεθούν παρόμοιες και συγκρίσιμες επιχειρήσεις αποτελεί συχνά μια πρόκληση και πρέπει συχνά να δεχόμαστε επιχειρήσεις που είναι διαφορετικές από την επιχείρηση που αποτιμάται, τουλάχιστον σε αρκετά σημεία. Όταν συμβαίνει αυτό, θα πρέπει είτε φανερά είτε σιωπηρά, να ελέγξουμε τις πιθανές διαφορές μεταξύ των επιχειρήσεων όσον αφορά την ανάπτυξη, τον κίνδυνο και τις

ταμειακές ροές. Στην πράξη, ο έλεγχος αυτών των μεταβλητών μπορεί να κυμαίνεται από στοιχειώδη (δηλ. χρησιμοποιώντας τους μέσους όρους της βιομηχανίας) σε πιο εξελιγμένο (μοντέλα παλινδρόμησης όπου εντοπίζονται οι σχετικές μεταβλητές και ελέγχονται οι διαφορές).

## II. Συγκρίσεις του κλάδου σε σχέση με διαχρονικές συγκρίσεις

Στις περισσότερες περιπτώσεις, οι αναλυτές αποτιμούν τις μετοχές με σχετική αποτίμηση συγκρίνοντας το πολλαπλάσιο με το οποίο διαπραγματεύονται σε σχέση με το πολλαπλάσιο στο οποίο οι άλλες επιχειρήσεις του κλάδου διαπραγματεύονται. Σε ορισμένες περιπτώσεις, ειδικά για ώριμες επιχειρήσεις, η σύγκριση γίνεται με την πάροδο του χρόνου.

### (α) Κλαδικές Συγκρίσεις

Όταν συγκρίνουμε την αναλογία κέρδους -τιμής μιας εταιρείας σε σχέση με τη μέση αναλογία

κέρδους - τιμής των άλλων εταιρειών του ίδιου κλάδου, τότε κάνουμε σχετική αποτίμηση με κλαδική σύγκριση. Τα συμπεράσματα μπορούν να διαφέρουν ανάλογα με τις υποθέσεις μας

για την επιχείρηση που αποτιμάται και τις συγκρίσιμες επιχειρήσεις. Για παράδειγμα, αν υποθέσουμε ότι η εταιρεία που αποτιμάμε είναι παρόμοια με τη μέση επιχείρηση του κλάδου, τότε θα καταλήξουμε ότι είναι φθηνή εάν εμπορεύεται σε ένα πολλαπλάσιο που είναι χαμηλότερο από το μέσο πολλαπλάσιο. Εάν, από την άλλη πλευρά, υποθέσουμε ότι η επιχείρηση που αποτιμάται είναι πιο επικίνδυνη από τη μέση επιχείρηση του κλάδου, μπορεί να καταλήξουμε στο συμπέρασμα ότι η επιχείρηση θα πρέπει να διαπραγματεύεται με χαμηλότερο πολλαπλάσιο σε σχέση με άλλες επιχειρήσεις του κλάδου. Με λίγα λόγια, δεν μπορούμε να συγκρίνουμε επιχειρήσεις χωρίς να κάνουμε υποθέσεις σχετικά με βασικές αρχές.

### (β) Συγκρίσεις διαχρονικά

Εάν έχουμε μια ώριμη επιχείρηση, μπορούμε να συγκρίνουμε το πολλαπλάσιο με το οποίο διαπραγματεύεται σήμερα σε σχέση με το πολλαπλάσιο που χρησιμοποιούσε στο παρελθόν.

Για να γίνει αυτή η σύγκριση, ωστόσο, πρέπει να υποθέσουμε ότι η επιχείρηση δεν άλλαξε τις βασικές αρχές της με την πάροδο του χρόνου. Για παράδειγμα, θα περίμενε κανείς ότι όσο μεγαλώνει μια επιχείρηση τόσο θα μειώνεται ο δείκτης ανάπτυξης της και ο ρυθμός αύξησης της τιμής της. Συγκρίνοντας πολλαπλάσια διαχρονικά μπορεί να γίνει πολύ πολύπλοκο λόγω των μεταβολών των επιτοκίων και της συμπεριφοράς

της συνολικής αγοράς. Για παράδειγμα, καθώς τα επιτόκια μειώνονται κάτω από τα ιστορικά στοιχεία και η συνολική αγορά αυξάνεται θα αναμέναμε οι περισσότερες εταιρείες να διαπραγματεύονται με πολύ υψηλότερα πολλαπλάσια κερδών και λογιστικής αξίας από ότι είχαν ιστορικά.

#### *Εφαρμογή πολλαπλασίων και περιορισμοί*

Η ομορφιά των πολλαπλασίων είναι ότι είναι απλά και εύκολα στον υπολογισμό. Μπορεί να

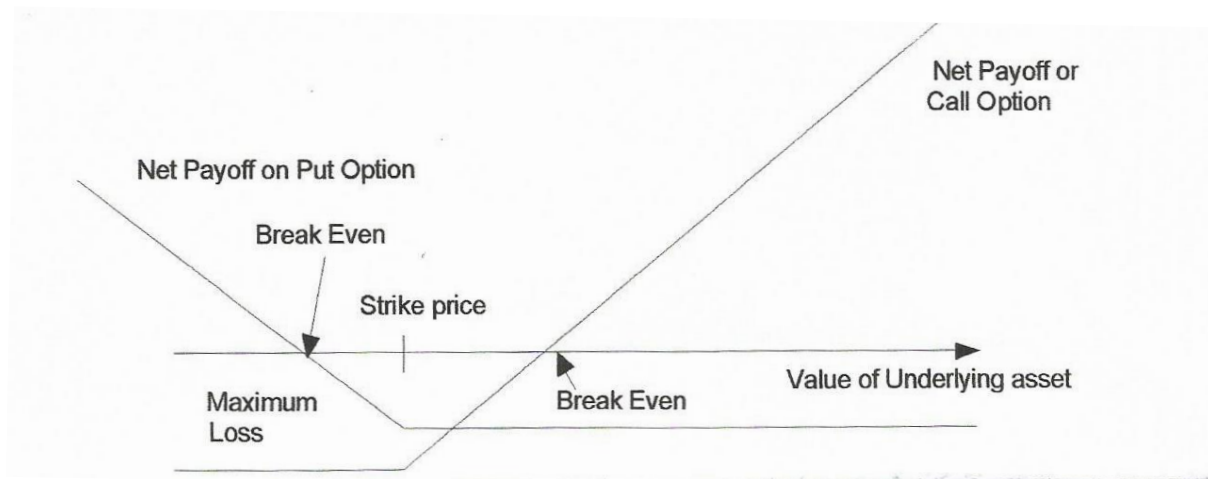
χρησιμοποιηθούν εύκολα και γρήγορα για την εκτίμηση της αξίας και των περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης, και είναι ιδιαίτερα χρήσιμα όταν υπάρχει μεγάλος αριθμός συγκρίσιμων επιχειρήσεων που διαπραγματεύονται στις χρηματοπιστωτικές αγορές και η αγορά, κατά μέσο όρο, αποτιμά σωστά τις επιχειρήσεις αυτές. Τείνουν να είναι πιο δύσκολα στη χρήση όταν πρόκειται να εκτιμηθούν ιδιόζουσες επιχειρήσεις, χωρίς εμφανή συγκρίσιμα στοιχεία, με ελάχιστα ή καθόλου έσοδα και με αρνητικά κέρδη. Με τον ίδιο τρόπο, είναι επίσης πολύ εύκολο να χρησιμοποιηθούν λάθος ή με χειραγώγηση, ειδικά όταν χρησιμοποιούνται για συγκρίσιμες επιχειρήσεις. Δεδομένου ότι δεν υπάρχουν απόλυτα παρόμοιες επιχειρήσεις όσον αφορά τον κίνδυνο και τον ρυθμό ανάπτυξης, ο ορισμός τους ως «συγκρίσιμες» επιχειρήσεις είναι υποκειμενικός. Κατά συνέπεια, ένας προκατειλημμένος αναλυτής μπορεί να επιλέξει μια ομάδα συγκρίσιμων επιχειρήσεων για να επιβεβαιώσει τις προκαταλήψεις του σχετικά με την αξία τους (Damodaran σελ.25-30).

#### **2.2.3 Αποτίμηση Ενδεχόμενων Απαιτήσεων**

Πιθανόν η πιο σημαντική και επαναστατική αλλαγή είναι η αποδοχή ότι τουλάχιστον σε μερικές περιπτώσεις η αξία ενός περιουσιακού στοιχείου μπορεί να μην είναι μεγαλύτερη από την παρούσα αξία των αναμενόμενων ταμειακών ροών, αν οι ταμειακές ροές είναι εξαρτημένες από πιθανά συμβάντα τα οποία μπορεί να τις επηρεάσουν. Αυτή η αποδοχή προέκυψε λόγω της παρουσίας των μοντέλων αποτίμησης ενδεχόμενων απαιτήσεων. Ενώ αυτά τα μοντέλα αρχικά χρησιμοποιήθηκαν για την αποτίμηση δικαιωμάτων, έγινε μία προσπάθεια, να επεκταθούν και σε πιο παραδοσιακές αποτιμήσεις. Γενικά επικρατεί η άποψη ότι περιουσιακά στοιχεία όπως πατέντες είναι πραγματικά δικαιώματα τα οποία πρέπει να αποτιμηθούν ως ενδεχόμενες απαιτήσεις και όχι με προεξόφληση ταμειακών ροών.

### Βάση αυτής της προσέγγισης

Η αποτίμηση ενδεχόμενων απαιτήσεων αποδίδει μόνο κάτω από πολύ συγκεκριμένες συνθήκες όπως αν η αξία του περιουσιακού στοιχείου ξεπερνάει μία προκαθορισμένη αξία για ένα δικαίωμα προαίρεσης αγοράς ή είναι μικρότερη από ότι μια προκαθορισμένη αξία για ένα δικαίωμα πώλησης. Το διάγραμμα 2.1 απεικονίζει τις εξοφλήσεις σε δικαιώματα αγοράς και πώλησης σε συνάρτηση της αξίας του περιουσιακού στοιχείου:



**Διάγραμμα 2.1:** Διάγραμμα εξοφλήσεων δικαιωμάτων αγοράς και πώλησης (Damodaran ό.π.σελ.31).

Μια απαίτηση μπορεί να αποτιμάται ως συνάρτηση των παρακάτω μεταβλητών: την τρέχουσα αξία, τη διακύμανση της αξίας του περιουσιακού στοιχείου, την τιμή άσκησης, τον χρόνο λήξης του δικαιώματος προαίρεσης, και το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου. Ένα περιουσιακό στοιχείο μπορεί να αποτιμηθεί σαν απαίτηση αν η εξόφλησή του είναι συνάρτηση της αξίας του. Μπορεί να αποτιμάται ως ένα δικαίωμα προαίρεσης αγοράς, αν η πληρωμή εξαρτάται από την αξία του περιουσιακού στοιχείου που υπερβαίνει ένα προκαθορισμένο επίπεδο. Μπορεί να αποτιμηθεί ως δικαίωμα προαίρεσης, αν η εξόφληση αυξάνεται καθώς η αξία του περιουσιακού στοιχείου μειώνεται κάτω από ένα προκαθορισμένο επίπεδο.

Η παραδοχή πίσω από τη χρήση μοντέλων αποτίμησης δικαιωμάτων προαίρεσης είναι ότι η προεξόφληση ταμειακών ροών τείνει να υποτιμά την αξία των περιουσιακών στοιχείων που παρέχουν προεξοφλήσεις που εξαρτώνται από την έλευση ενός γεγονότος. Όταν χρησιμοποιούνται τα μοντέλα αποτίμησης δικαιωμάτων προαίρεσης για περιουσιακά στοιχεία, όπως πατέντες, γίνεται η υπόθεση πως οι αγορές μπορούν να αναγνωρίζουν τις εν λόγω επιλογές και να τις ενσωματώνουν στην τιμή αγοράς.

Εάν δεν το κάνουν, τελικά, η ανταμοιβή για τη χρήση τέτοιων μοντέλων έρχεται όταν αυτό θα συμβεί.

#### *Κατηγοριοποίηση Μοντέλων Αποτίμησης Ενδεχόμενων Απαιτήσεων*

Η πρώτη κατηγοριοποίηση των δικαιωμάτων προαίρεσης βασίζεται εάν το υποκείμενο περιουσιακό στοιχείο είναι ένα χρηματοοικονομικό περιουσιακό στοιχείο ή ένα πραγματικό περιουσιακό στοιχείο. Οι περισσότερες απαιτήσεις, βρίσκονται σε χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία όπως μετοχές και ομόλογα. Αντίθετα, οι απαιτήσεις μπορούν να είναι και σε πραγματικά περιουσιακά στοιχεία όπως εμπορεύματα, ακίνητα ή ακόμη και επενδυτικά σχέδια, αυτές συχνά αποκαλούνται πραγματικές απαιτήσεις.

Μια δεύτερη καλυμμένη κατηγοριοποίηση βασίζεται στο αν το υποκείμενο περιουσιακό στοιχείο είναι αντικείμενο διαπραγμάτευσης ή μη. Η επικάλυψη συμβαίνει επειδή τα περισσότερα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης, ενώ σχετικά λίγα πραγματικά περιουσιακά στοιχεία είναι διαπραγματεύσιμα. Απαιτήσεις διαπραγματεύσιμων στοιχείων είναι γενικά πιο εύκολο να αποτιμηθούν και τα δεδομένα των μοντέλων μπορούν να ληφθούν από τις χρηματοπιστωτικές αγορές με σχετική ευκολία. Απαιτήσεις για τα μη διαπραγματεύσιμα περιουσιακά στοιχεία είναι πολύ πιο δύσκολο να αποτιμηθούν, καθώς δεν υπάρχουν διαθέσιμα δεδομένα της αγοράς σχετικά με το υποκείμενο περιουσιακό στοιχείο.

#### *Εφαρμογή και Περιορισμοί στα Μοντέλα Αποτίμησης Ενδεχόμενων Απαιτήσεων*

Υπάρχουν αρκετά παραδείγματα από εξασφαλίσεις που είναι απαιτήσεις με δικαιώματα που παρέχουν προστασία στους μετόχους εταιρειών κατά την πτώση των τιμών των μετοχών καθώς και μακροπρόθεσμες επιλογές απαιτήσεων που εκδίδονται από τις επιχειρήσεις. Υπάρχουν και άλλα περιουσιακά στοιχεία που γενικά δεν θεωρούνται απαιτήσεις, αλλά ακόμα έχουν κάποια κοινά χαρακτηριστικά με αυτές. Τα ίδια κεφάλαια, για παράδειγμα, μπορεί να θεωρηθούν ως ένα δικαίωμα προαίρεσης αγοράς για την αξία της εταιρείας, με την ονομαστική αξία του χρέους να αντιπροσωπεύει την τιμή άσκησης, και τη διάρκεια του χρέους να αντιπροσωπεύει τη ζωή του δικαιώματος προαίρεσης. Ένα δίπλωμα ευρεσιτεχνίας μπορεί να αξιολογηθεί ως ένα δικαίωμα προαίρεσης αγοράς ενός προϊόντος, με την επένδυση που απαιτείται για να υλοποιηθεί το έργο να αντιπροσωπεύει την τιμή άσκησης και η ζωή της πατέντας να αντιπροσωπεύει το χρόνο από τη λήξη του δικαιώματος προαίρεσης. Υπάρχουν περιορισμοί στη χρήση των μοντέλων αποτίμησης πιθανών απαιτήσεων για την αποτίμηση μακροπρόθεσμων απαιτήσεων σε μη διαπραγματεύσιμα στοιχεία. Οι παραδοχές που γίνονται για σταθερές διακυμάνσεις και μερισματικές αποδόσεις, οι

οποίες δεν αμφισβητούνται για βραχυπρόθεσμες απαιτήσεις, είναι πολύ πιο δύσκολο να υπολογιστούν με ακρίβεια όταν οι απαιτήσεις έχουν μακροχρόνιες. Όταν το υποκείμενο περιουσιακό στοιχείο δεν είναι αντικείμενο διαπραγμάτευσης, οι εισροές για την αξία του στοιχείου και η διακύμανση της αξίας του, που δεν μπορούν να αντληθούν από τις χρηματοπιστωτικές αγορές, και θα πρέπει να εκτιμηθούν. Έτσι, οι τελικές εκτιμήσεις που λαμβάνονται από τις εφαρμογές των μοντέλων αποτίμησης ενδεχόμενων απαιτήσεων έχουν μεγαλύτερο σφάλμα από ότι οι εκτιμήσεις που λαμβάνονται από πιο τυποποιημένες εφαρμογές τους (όπως σε περιπτώσεις εκτιμήσεων απαιτήσεων μικρής διάρκειας). (Damodaran σελ.31-34).

### **2.3 Αξιολόγηση Μοντέλων Αποτίμησης**

Οι επιχειρήσεις ή τα περιουσιακά στοιχεία μπορούν να αποτιμηθούν με έναν από τους τέσσερις τρόπους δηλ. αποτιμήσεις βάσει περιουσιακών στοιχείων όπου εκτιμάται πόσο αξίζουν τα περιουσιακά στοιχεία που ανήκουν σε μια επιχείρηση αυτή τη στιγμή, οι προεξοφλημένες ταμειακές ροές όπου αποτιμώνται η αξία του κάθε περιουσιακού στοιχείου ως παρούσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών ταμειακών ροών του, οι προσεγγίσεις σχετικής αποτίμησης όπου συγκρίνουν την αξία βάσει πολλαπλάσιων και οι προσεγγίσεις εκτίμησης δικαιωμάτων προαίρεσης που χρησιμοποιούν αποτίμηση ενδεχόμενης απαίτησης. Μέσα από αυτές τις προσεγγίσεις, υπάρχουν πολλές επιλογές που συμβάλλουν στον προσδιορισμό της τελικής αξίας.

Υπάρχουν τουλάχιστον δύο τρόποι με τους οποίους μπορούμε να εκτιμήσουμε μια επιχείρηση χρησιμοποιώντας την αποτίμηση βάσει περιουσιακών στοιχείων. Ο ένας είναι η αξία εκκαθάρισης, όπου εξετάζει τι θα είναι σε θέση να πληρώσει η αγορά για τα περιουσιακά στοιχεία μιας επιχείρησης, εάν τα περιουσιακά στοιχεία είχαν εκκαθαριστεί σήμερα. Ο άλλος είναι το κόστος αντικατάστασης, όπου αξιολογείται πόσο θα κοστίσει η αντικατάσταση των υφιστάμενων περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης.

Στην περίπτωση της προεξόφλησης ταμειακών ροών, οι ταμειακές ροές στα ίδια κεφάλαια μπορούν να προεξοφλούνται στο κόστος των ιδίων κεφαλαίων για να αποδώσουν την αξία ιδίων κεφαλαίων ή οι ταμειακές ροές στην επιχείρηση μπορούν να προεξοφληθούν στο κόστος κεφαλαίου για να αποδώσουν την αξία της επιχείρησης. Οι ταμειακές ροές στην επιχείρηση μπορούν να χαρακτηριστούν αυστηρά κατά μία έννοια ως μερίσματα ή κατά μία πιο ευέλικτη έννοια ως ελεύθερες ταμειακές ροές προς ίδια κεφάλαια. Αυτά τα μοντέλα μπορούν να κατηγοριοποιηθούν περαιτέρω βάση υποθέσεων σχετικά με την ανάπτυξη σε σχέση με τη σταθερή ανάπτυξη, ως μοντέλα δύο σταδίων και τριών σταδίων. Τελικά, η μέτρηση των κερδών και των ταμειακών ροών μπορεί να τροποποιηθεί για να ταιριάζει με τα ειδικά χαρακτηριστικά

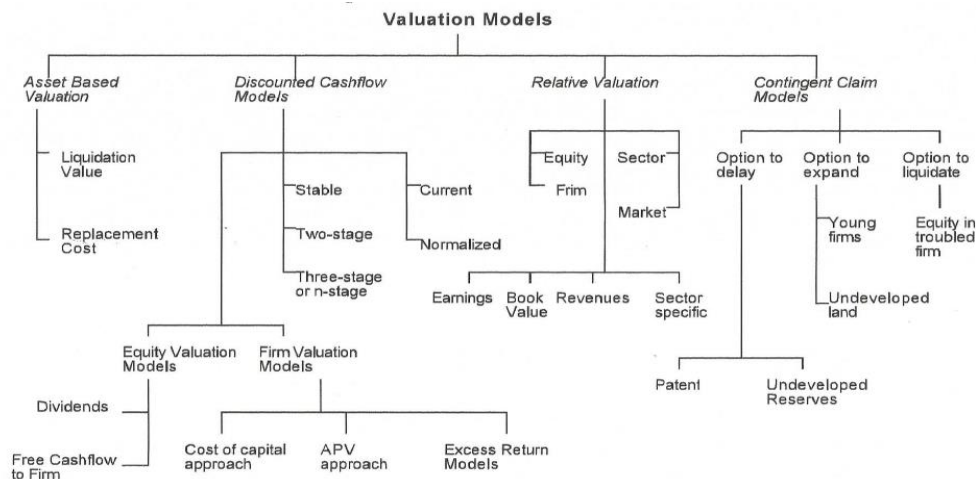
της εταιρείας/περιουσιακών στοιχείων - τρέχοντα κέρδη για επιχειρήσεις/ περιουσιακά στοιχεία τα οποία έχουν κέρδη ή κανονικά κέρδη για επιχειρήσεις / περιουσιακά στοιχεία των οποίων τα τρέχοντα κέρδη ενδέχεται να αλλοιωθούν είτε από προσωρινούς παράγοντες είτε από κυκλικές επιπτώσεις.

Στην περίπτωση των πολλαπλάσιων, μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε είτε τα ίδια κεφάλαια είτε την αξία επιχείρησης ως μέτρηση της αξίας και να το συσχετίσουμε με έναν αριθμό συγκεκριμένων μεταβλητών - κέρδη, λογιστική αξία και πωλήσεις. Τα ίδια τα πολλαπλάσια μπορούν να εκτιμηθούν χρησιμοποιώντας συγκρίσιμες επιχειρήσεις του κλάδου ή από περεταίρω ανάλυση της ίδιας της επιχείρησης σε σχέση με την ευρύτερη αγορά . Για άλλα περιουσιακά στοιχεία, όπως η ακίνητη περιουσία, η τιμή μπορεί να εκφραστεί ως συνάρτηση του ακαθάριστου εισοδήματος ή της έκτασης του χώρου. Εδώ, τα συγκρίσιμα στοιχεία θα ήταν άλλα ακίνητα με παρόμοια χαρακτηριστικά.

Τα ενδεχόμενα μοντέλα απαιτήσεων μπορούν επίσης να χρησιμοποιηθούν σε διάφορα σενάρια. Αν εξετάσουμε το ενδεχόμενο ότι μια επιχείρηση πρέπει να καθυστερήσει την πραγματοποίηση επενδυτικών αποφάσεων, τότε μπορούμε να εκτιμήσουμε ένα δίπλωμα ευρεσιτεχνίας ή έναν υπό ανάπτυξη φυσικό πόρο ως επιλογή. Η επιλογή της επέκτασης μπορεί να οδηγήσει τις νέες επιχειρήσεις να συναλλάσσονται σε δυνητικά μεγάλες αγορές με premium στην προεξόφληση των ταμειακών ροών τους. Τέλος, οι επενδυτές μπορεί να αντλήσουν αξία από την εκκαθάριση προβληματικών επιχειρήσεων με σημαντικό χρέος (Damodaran σελ.31-34).

## **2.4Επιλογή Κατάλληλου Μοντέλου Αποτίμησης**

Στο διάγραμμα 2.2 μπορούμε να δούμε το σύνολο των επιλογών που έχουμε στα μοντέλα αποτίμησης.



**Διάγραμμα 2.2:** Οι επιλογές στα Μοντέλα Αποτίμησης (Damodaran ό.π.σελ.1340).

### 2.4.1 Παράμετροι Επιλογής Μοντέλων Αποτίμησης

#### *Χαρακτηριστικά Αγοράς και Περιουσιακών στοιχείων*

Η επιλογή του κατάλληλου μοντέλου αποτίμησης εξαρτάται από το πόσο εμπορεύσιμα και λειτουργικά είναι τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης καθώς και αν παράγουν ταμειακές ροές.

Εμπορευσιμότητα των περιουσιακών στοιχείων. Αποτίμηση εκκαθάρισης και αποτίμηση κόστους αντικατάστασης είναι πιο εύκολο να γίνει σε επιχειρήσεις οι οποίες έχουν εμπορεύσιμα και διακριτά περιουσιακά στοιχεία. Για παράδειγμα, μπορούμε να υπολογίσουμε την αξία εκκαθάρισης μιας εταιρείας ακινήτων επειδή τα ακίνητά της μπορούν να εκτιμηθούν εύκολα και να πωληθούν μεμονωμένα. Το ίδιο θα μπορούσαμε να πούμε και για ένα κλειστό αμοιβαίο κεφάλαιο. Από την άλλη αν εξετάσουμε καταναλωτικά προϊόντα με δυνατό εμπορικό σήμα δεδομένου ότι είναι άυλα περιουσιακά στοιχεία είναι πολύ δύσκολο να διαχωριστούν.

Διαθεσιμότητα παραγωγής ταμειακών ροών. Τα περιουσιακά στοιχεία μπορούν να χωριστούν σε 3 κατηγορίες βάσει της διαθεσιμότητας τους να παράγουν ταμειακές ροές. Αυτές είναι τα περιουσιακά στοιχεία τα οποία ήδη παράγουν ταμειακές ροές ή αναμένεται να παράξουν στο προσεχές μέλλον, τα περιουσιακά στοιχεία τα οποία δεν παράγουν ταμειακές ροές τώρα αλλά είναι πιθανόν να παράξουν στο μέλλον σε μία περίπτωση ενδεχόμενης απαίτησης και τέλος τα περιουσιακά στοιχεία τα οποία ποτέ δεν θα παράξουν ταμειακές ροές. Στην πρώτη κατηγορία υπάγονται κυρίως εταιρείες εισηγμένες στο χρηματιστήριο και μπορούν να αποτιμηθούν με προεξόφληση ταμειακών ροών. Στην δεύτερη περίπτωση υπάγονται περιουσιακά στοιχεία όπως πατέντες φαρμακευτικών προϊόντων, τεχνολογία αιχμής, ανεκμετάλλευτα κοιτάσματα



ή γη. Στην τρίτη περίπτωση υπάγονται κυρίως περιουσιακά στοιχεία τα οποία μπορούν να εκτιμηθούν μόνο με σχετική αποτίμηση.

Μοναδικότητα. Σε μία αγορά όπου χιλιάδες μετοχές διαπραγματεύονται και δεκάδες χιλιάδες περιουσιακά στοιχεία αγοράζονται και πωλούνται καθημερινά, μπορεί να είναι δύσκολο να οραματιστούμε ένα περιουσιακό στοιχείο ή μία επιχείρηση όπου να είναι τόσο μοναδική ώστε να μην μπορεί να συγκριθεί με όμοιο του. Στη πορεία του χρόνου μερικά περιουσιακά στοιχεία ή επιχειρήσεις αποτελούν κομμάτι μιας ευρύτερης ομάδας παρόμοιων περιουσιακών στοιχείων με λίγες ή ανύπαρκτες διαφορές μεταξύ τους. Αυτά τα περιουσιακά στοιχεία είναι χαρακτηριστικό παράδειγμα εφαρμογής σχετικής αποτίμησης καθώς η σύγκριση και η εύρεση διαφορών είναι πολύ εύκολη. Όσο περισσότερο απομακρυνόμαστε από αυτή την συνθήκη τόσο πιο αναξιόπιστη είναι η σχετική αποτίμηση. Για επιχειρήσεις οι οποίες είναι μοναδικές η προεξόφληση ταμειακών ροών θα δώσει καλύτερες εκτιμήσεις για την αξία τους.

#### *Χαρακτηριστικά και Πεποιθήσεις των Αναλυτών*

Το μοντέλο αποτίμησης που θα επιλέξουμε εξαρτάται από τον χρονικό ορίζοντα, τους λόγους για τους οποίους κάνουμε την αποτίμηση αρχικώς και την άποψη που έχουμε σχηματίσει για τις αγορές, αν είναι αποτελεσματικές και αν όχι ποιας μορφής αναποτελεσματικότητα παρουσιάζουν.

Χρονικός ορίζοντας. Σε μια ακραία περίπτωση στην προεξόφληση ταμειακών ροών θεωρούμε ότι μία εταιρεία έχει συνεχή δραστηριότητα η οποία μπορεί να διαρκέσει στο διηνεκές. Σε μία άλλη ακραία περίπτωση, με αποτίμηση εκκαθάρισης, εκτιμούμε μία αξία θεωρώντας ότι η εταιρεία θα σταματήσει τη δραστηριότητά της σήμερα. Στην περίπτωση της σχετικής αποτίμησης και της αποτίμησης ενδεχόμενων απαιτήσεων παίρνουμε ενδιάμεση θέση ανάμεσα στα δύο. Άρα η μέθοδος προεξόφλησης ταμειακών ροών συνίσταται για εταιρείες με μεγάλο χρονικό ορίζοντα και η σχετική αποτίμηση για εταιρείες με σύντομο χρονικό ορίζοντα. Αυτό ίσως εξηγεί γιατί η προεξόφληση ταμειακών ροών επιλέγεται στην περίπτωση αποτίμησης εξαγορών ενώ η σχετική αποτίμηση είναι πιο σύνηθες στην αναζήτηση ιδίων κεφαλαίων και στη διαχείριση χαρτοφυλακίου.

Λόγοι για τους οποίους κάνουμε την αποτίμηση. Οι αναλυτές αποτιμούν τις επιχειρήσεις για πολλούς λόγους και η μέθοδος αποτίμησης εξαρτάται από αυτούς. Αν μιλάμε για αναλυτές που αναζητούν ίδια κεφάλαια ερευνώντας για παράδειγμα επιχειρήσεις χάλυβα, τότε η αναζήτηση είναι ξεκάθαρη. Θα πρέπει να βρεθεί η πιο υποτιμημένη και η πιο υπερτιμημένη επιχείρηση του κλάδου και να μην παρθεί θέση για το αν η αγορά είναι συνολικά υπερτιμημένη ή υποτιμημένη. Έτσι καταλαβαίνουμε και τη σημασία των πολλαπλάσιων για την αποτίμηση τέτοιων περιπτώσεων. Στην περίπτωση επενδυτή που αποταμιεύει χρήματα για συνταξιοδότηση ή αναλυτή ο

οποίος εκτιμά αγορά επιχείρησης τότε θα πρέπει να υπολογιστεί η εσωτερική αξία. Άρα η προεξόφληση ταμειακών ροών ίσως είναι η καταλληλότερη μέθοδος σε αυτές τις περιπτώσεις.

Πεποιθήσεις σχετικά με τις αγορές. Σε όλες τις παραπάνω προσεγγίσεις υπάρχουν υποθέσεις για τις αγορές και πώς λειτουργούν. Η προεξόφληση ταμειακών ροών, προϋποθέτει ότι οι τιμές αγοράς αποκλίνουν από την εσωτερική αξία, αλλά τελικά διορθώνουν αυτή τη διαφορά μέσα σε μεγάλα χρονικά διαστήματα. Η σχετική αποτίμηση, προϋποθέτει ότι οι αγορές είναι κατά μέσον όρο σωστές και ότι, ενώ μεμονωμένες επιχειρήσεις σε έναν τομέα της αγοράς μπορεί να έχουν λανθασμένη τιμή, ο τομέας ή η συνολική αγορά είναι σε λογικές τιμές. Τα μοντέλα αποτίμησης βάση περιουσιακών στοιχείων, προϋποθέτουν ότι οι αγορές μπορούν να αποκλίνουν για τα πραγματικά και χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία και ότι μπορεί κάποιος να επωφεληθεί από αυτές τις διαφορές. Τέλος, τα μοντέλα αποτίμησης δικαιωμάτων προαίρεσης, προϋποθέτουν ότι οι αγορές δεν είναι πολύ αποτελεσματικές στην εκτίμηση της αξίας της ευελιξίας που έχουν οι επιχειρήσεις και ότι τα μοντέλα αποτίμησης δικαιωμάτων προαίρεσης ως εκ τούτου δίνουν ένα πλεονέκτημα. Σε κάθε μία από αυτές τις περιπτώσεις όμως, υποθέτουμε ότι οι αγορές θα αναγνωρίσουν τελικά τα λάθη τους και θα τα διορθώσουν (Damodaran ό.π.σελ.1341-1344).

#### **2.4.2 Επιλογή του Κατάλληλου Μοντέλου Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών**

Το μοντέλο που χρησιμοποιείται στην αποτίμηση θα πρέπει να προσαρμόζεται ώστε να ταιριάζει με τα χαρακτηριστικά του περιουσιακού στοιχείου που αποτιμάται. Δυστυχώς συνήθως συμβαίνει το αντίθετο. Γενικά πάντως δεν υπάρχει ιδανικό μοντέλο αποτίμησης. Το κατάλληλο μοντέλο για χρήση σε μια συγκεκριμένη αποτίμηση εξαρτάται από μια σειρά από χαρακτηριστικά του περιουσιακού στοιχείου ή της εταιρείας που αποτιμάται.

##### *Επιλογή Ταμειακής Ροής για Προεξόφληση*

Με σταθερές παραδοχές σχετικά με την ανάπτυξη και τη μόχλευση, θα πρέπει να πάρουμε την ίδια αξία για την επιχείρηση, χρησιμοποιώντας την εταιρική προσέγγιση (όπου από την αξία της επιχείρησης αφαιρούμε το ανεξόφλητο χρέος) και την προσέγγιση της καθαρής θέσης (όπου αποτιμάται η αξία των ιδίων κεφαλαίων απευθείας). Για τις επιχειρήσεις που έχουν σταθερή μόχλευση, έχουν δείκτες χρέους που δεν αναμένεται να αλλάξουν κατά τη διάρκεια της αποτίμησης, οπότε υπάρχει περιορισμένη επιλογή μοντέλων όσον αφορά τις εισροές που απαιτούνται για την αποτίμηση. Μπορεί να χρησιμοποιηθεί ένας δείκτης χρέους για να εκτιμηθούν οι ελεύθερες ταμειακές ροές προς τα ίδια κεφάλαια, στο μοντέλο αποτίμησης ιδίων

κεφαλαίων και να εκτιμηθεί το κόστος κεφαλαίου στο μοντέλο αποτίμησης της εταιρείας. Για τις επιχειρήσεις που έχουν ασταθή μόχλευση, δηλαδή, έχουν πάρα πολύ ή λίγο χρέος και επιθυμούν να προχωρήσουν στον βέλτιστο ή σε κάποιο στοχευμένο δείκτη χρέους κατά την περίοδο της αποτίμησης, η μέθοδος αποτίμησης για την επιχείρηση είναι πολύ πιο απλή, επειδή δεν απαιτεί ταμειακές ροές για προβλέψεις πληρωμών τόκων και κεφαλαίου και είναι πολύ λιγότερο ευαίσθητη σε σφάλματα κατά την εκτίμηση των μεταβολών της μόχλευσης. Ο υπολογισμός του κόστους του κεφαλαίου απαιτεί την εκτίμηση του δείκτη χρέους, αλλά το ίδιο το κόστος κεφαλαίου δεν αλλάζει τόσο πολύ, ως συνέπεια της αλλαγής μόχλευσης, όπως το κόστος των ιδίων κεφαλαίων. Κατά την αποτίμηση των ιδίων κεφαλαίων, προ εξοφλούνται τα μερίσματα ή οι ελεύθερες ταμειακές ροές στα ίδια κεφάλαια. Θα μπορούσαμε να προσεγγίσουμε τη χρήση του μοντέλου προεξόφλησης μερισμάτων όταν ισχύουν οι ακόλουθες συνθήκες.

-Δεν μπορεί να εκτιμηθούν οι ταμειακές ροές με ακρίβεια, είτε επειδή έχουν ανεπαρκής ή αντιφατικές πληροφορίες σχετικά με την εξόφληση χρεών και τις επανεπενδύσεις ή επειδή υπάρχει δυσκολία στο προσδιορισμό των στοιχείων που απαρτίζουν το χρέος. Αυτή είναι η λογική για τη χρήση μοντέλων προεξόφλησης μερισμάτων για την αποτίμηση εταιρειών παροχής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών.

-Υπάρχουν σημαντικοί περιορισμοί στη επαναγορές μετοχών και σε άλλες μορφές επιστροφής μετρητών, και υπάρχει περιορισμένος ή καθόλου έλεγχος στη διαχείριση μετρητών από τη διοίκηση της εταιρείας. Στην περίπτωση αυτή, οι μόνες ταμειακές ροές που μπορούν να προκύψουν από επενδύσεις σε μετοχές είναι τα μερίσματα που οι διαχειριστές επιλέγουν να πληρώσουν.

Σε όλες τις άλλες περιπτώσεις, θα υπάρχουν πολύ πιο ρεαλιστικές εκτιμήσεις της αξίας μιας επιχείρησης, χρησιμοποιώντας τις ελεύθερες ταμειακές ροές στα ίδια κεφάλαια, οι οποίες μπορεί να είναι μεγαλύτερες ή μικρότερες από το μέρισμα.

#### *Χρήση Τρεχόντων ή Εξομαλυμένων Κερδών*

Στις περισσότερες αποτιμήσεις ξεκινάμε με τις τελευταίες οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας και χρησιμοποιούμε τα δηλωθέντα καθαρά κέρδη όπως φαίνονται σε αυτές, ως βάση για τους υπολογισμούς μας. Υπάρχουν όμως περιπτώσεις εταιρειών όπου αυτό δεν είναι εφικτό είτε γιατί τα καθαρά κέρδη είναι αρνητικά δηλ. υπάρχει ζημιά, είτε επειδή είναι αδικαιολόγητα υψηλά ή χαμηλά σε σχέση με την ιστορικότητα της εταιρείας. Όταν έχουμε ζημιές ή αφύσικα ποσά κερδών μπορούμε να αντικαταστήσουμε τα τρέχοντα κέρδη με μία εξομαλυμένη τιμή η οποία θα προκύψει από το ιστορικό της εταιρείας ή από το μέσο όρο που επικρατεί στη συγκεκριμένη αγορά έτσι ώστε να αποτιμηθεί η εταιρεία βάσει εξομαλυμένων κερδών. Αυτός είναι ο

πιο εύκολος και ασφαλής τρόπος όταν οι ζημιές ή τα αφύσικα κέρδη είναι προσωρινά λόγω των παρακάτω περιπτώσεων:

(α) Μία κυκλική εταιρεία μπορεί να έχει χαμηλά κέρδη σε περίοδο οικονομικής ύφεσης και υψηλά κέρδη σε περίοδο ανάπτυξης. Και στις δύο περιπτώσεις τα κέρδη δεν θα είναι αντικειμενικά για να χρησιμοποιηθούν σε αποτίμηση.

(β) Μια εταιρεία μπορεί να έχει πολύ χαμηλά κέρδη εξαιτίας κάποιου μεγάλου έκτακτου εξόδου που βαρύνει μόνο μία χρήση. Πχ. φορολογικά πρόστιμα.

(γ) Μία εταιρεία είναι σε περίοδο αναδιάρθρωσης και μπορεί να δηλώνει χαμηλά κέρδη καθώς οι αλλαγές που γίνονται για να οδηγήσουν στη βελτίωσή της έχουν σημαντικό αντίκτυπο στα κέρδη. Η εμπειρία δείχνει εδώ ότι τα κέρδη θα επανέλθουν στα κανονικά επίπεδα τα οποία πρέπει να είναι η βάση της αποτίμησης.

Για μερικές εταιρείες όμως οι ζημιές ή τα χαμηλά κέρδη μπορεί να είναι αποτέλεσμα παραγόντων οι οποίοι δεν είναι παροδικοί. Υπάρχουν τουλάχιστον τρία είδη εταιρειών όπου οι ζημιές είναι συνεχές φαινόμενο το οποίο όχι μόνο δεν είναι παροδικό αλλά απειλεί και την επιβίωσή τους. Αυτές είναι:

(α) Εταιρείες με μακροπρόθεσμα λειτουργικά και στρατηγικά προβλήματα όπου εμφανίζουν για μεγάλες περιόδους αρνητικά ή πολύ χαμηλά κέρδη. Στην περίπτωση αυτή αν πάμε να αντικαταστήσουμε τα πραγματικά κέρδη με εξομαλυμένα κέρδη για λόγους αποτίμησης τότε θα τις υπερτιμήσουμε. Στην περίπτωση εταιρειών που βρίσκονται σε απόγνωση και βαδίζουν στη χρεοκοπία τα μόνα μοντέλα αποτίμησης που θα είναι αποτελεσματικά είναι των ενδεχόμενων απαιτήσεων ή αυτά που βασίζονται στην αξία εκκαθάρισης. Αν από την άλλη μεριά η εταιρεία βρίσκεται σε δύσκολη οικονομική περίοδο αλλά δεν απειλείται από χρεοκοπία τότε θα πρέπει να γίνει προσαρμογή των λειτουργικών περιθωρίων κέρδους σε υγιέστερα επίπεδα και να γίνει αποτίμηση με προεξόφληση ταμειακών ροών.

(β) Κατασκευαστικές εταιρείες που μπορεί να παρουσιάζουν ζημιές στις πρώτες περιόδους ανάπτυξής τους όχι επειδή δεν είναι υγιείς αλλά επειδή οι επενδύσεις που έχουν γίνει αργούν να αποδώσουν. Και οι ταμειακές ροές μπορεί να είναι αρνητικές γιατί οι επενδύσεις σε πάγιο εξοπλισμό για αυτές τις εταιρείες είναι δυσανάλογα μεγάλες σε σχέση με τις αποσβέσεις τους. Για να γίνει αποτίμηση αυτών των εταιρειών θα πρέπει τα λειτουργικά περιθώρια κέρδους να βελτιωθούν και οι επενδύσεις να έχουν ολοκληρωθεί. Το καθαρό αποτέλεσμα θα είναι θετικές ταμειακές ροές για τα επόμενα χρόνια και αξία αποτίμησης της εταιρείας τώρα.

(γ) Start-Up εταιρείες οι οποίες συχνά δηλώνουν ζημιές στους πρώτους κύκλους της ζωής τους καθώς δεν παράγουν έσοδα παρά μόνο ενδιαφέρουσες ιδέες για να προκύψουν μελλοντικά προϊόντα. Για να γίνει αποτίμηση τέτοιων εταιρειών θα πρέπει

να χρησιμοποιήσουμε ένα συνδυασμό ανάπτυξης εσόδων και βελτίωσης του λειτουργικού περιθωρίου κέρδους διαχρονικά.

### *Σχέδια Ανάπτυξης*

Γενικά όταν αποτιμάμε μία εταιρεία θεωρούμε είτε ότι η εταιρεία έχει σταθερή ανάπτυξη, είτε ότι βρίσκεται σε συνεχή υψηλή ανάπτυξη και στην πορεία επιβραδύνει και διατηρεί μία σταθερή ανάπτυξη, είτε ότι βρίσκεται σε μία μεταβατική περίοδο προκειμένου να δημιουργήσει ένα σταθερό ρυθμό ανάπτυξης. Υπάρχουν πολλοί παράγοντες που επηρεάζουν τις παραπάνω θεωρήσεις.

Ταχύτητα Ανάπτυξης: Η επιλογή του σχεδίου ανάπτυξης θα επηρεάσει το επίπεδο του τρέχοντος ρυθμού ανάπτυξης των εσόδων και των κερδών. Μπορούμε να κατηγοριοποιήσουμε τις εταιρείες βάσει του ρυθμού ανάπτυξης σε τρεις ομάδες:

(α) Εταιρείες σταθερής ανάπτυξης με δηλωθέντα κέρδη και έσοδα να αυξάνονται στο ίδιο ή και χαμηλότερο επίπεδο από το ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας στην οποία δραστηριοποιούνται.

(β) Επιχειρήσεις μέτριας ανάπτυξης με δηλωθέντα κέρδη και έσοδα να αυξάνονται σχετικά σε υψηλότερο επίπεδο από το ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας στην οποία δραστηριοποιούνται.

(γ) Επιχειρήσεις υψηλής ανάπτυξης με δηλωθέντα κέρδη και έσοδα να αυξάνονται σε πολύ υψηλότερο επίπεδο από το ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας στην οποία δραστηριοποιούνται.

Για εταιρείες οι οποίες αναπτύσσονται με σταθερό ρυθμό τα μοντέλα σταθερής κατάστασης δίνουν καλές εκτιμήσεις της αξίας. Για εταιρείες οι οποίες αναπτύσσονται μέτρια το μοντέλο προεξόφλησης ταμειακών ροών για 2 περιόδους θα πρέπει να δώσει αρκετή ευελιξία όσον αφορά τον εντοπισμό αλλαγών στα βασικά χαρακτηριστικά της εταιρείας. Από την άλλη μπορεί να χρειαστεί να υπολογιστεί το ίδιο μοντέλο για περισσότερη χρονική διάρκεια για να εντοπίσει τις μεγαλύτερες αλλαγές σε σταθερή ανάπτυξη όπου είναι συνυφασμένες με εταιρείες υψηλής ανάπτυξης.

Πηγές Ανάπτυξης: Ο υψηλότερος βαθμός ανάπτυξης μπορεί να έρθει είτε από συνήθη ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα τα οποία δημιουργήθηκαν μέσα στο χρόνο όπως το εμπορικό σήμα ή οικονομίες κλίμακας, είτε από ιδιαίτερα πλεονεκτήματα τα οποία είναι αποτέλεσμα νομικών εμποδίων διείσδυσης στην αγορά όπως άδειες ή πατέντες. Τα συνήθη πλεονεκτήματα είναι πολύ πιθανόν να φθείρουν μέσα στο χρόνο καθώς νέοι ανταγωνιστές μπαίνουν στην αγορά ενώ τα πιο ιδιαίτερα πλεονεκτήματα μπορούν να χαθούν πολύ πιο απότομα αν για παράδειγμα τα νομικά εμπόδια διείσδυσης στην αγορά ξαφνικά προσπελαστούν. Ο αναμενόμενος ρυθμός ανάπτυξης μιας εταιρείας η οποία έχει πιο ιδιαίτερα πλεονεκτήματα είναι πιο πιθανόν να ακολουθήσει το μοντέλο

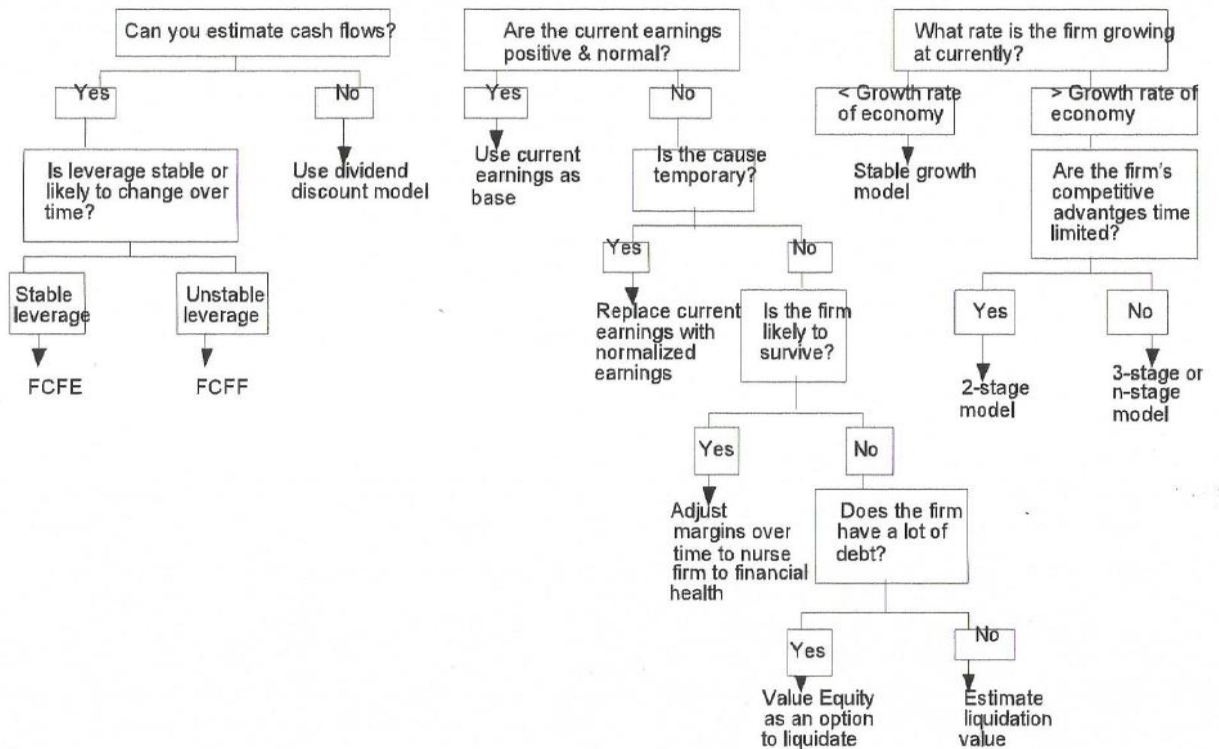
προεξόφλησης ταμειακών ροών για 2 περιόδους όταν η ανάπτυξη είναι υψηλή σε συγκεκριμένη περίοδο (πχ. κατά τη διάρκεια υιοθέτησης μιας πατέντας) και πέφτει απότομα σε σταθερό ρυθμό μετά το πέρας αυτής της περιόδου. Ο αναμενόμενος ρυθμός ανάπτυξης μιας εταιρείας η οποία έχει πιο συνήθη πλεονεκτήματα είναι πιο πιθανόν να μειωθεί σταδιακά μέσα στο χρόνο καθώς μπαίνουν νέοι ανταγωνιστές. Η ταχύτητα με την οποία αναμένεται να επηρεάσει την ανάπτυξη το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα εξαρτάται από πολλούς παράγοντες με πιο βασικούς τους παρακάτω:

(α) Η φύση του ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος. Μερικά ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα όπως το εμπορικό σήμα, φαίνεται ότι είναι πολύ δύσκολο να ξεπεραστούν συνεπώς μπορούν να παράγουν ανάπτυξη για μεγαλύτερα χρονικά διαστήματα σε σχέση με άλλα τα οποία φθίνουν πολύ πιο γρήγορα.

(β) Η ποιότητα της Διοίκησης. Η περισσότερο επαρκής διοίκηση θα μπορέσει να επιβραδύνει την απώλεια όποιου ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος φέρει η επιχείρηση αναπτύσσοντας συνεχώς στρατηγικές οι οποίες δημιουργούν νέα ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα ή υιοθετούν τα ήδη υπάρχοντα σε νέες αγορές.

(γ) Η ευκολία εισόδου νέων επιχειρήσεων στις αγορές. Όσο πιο μεγάλα είναι τα εμπόδια εισόδου (είτε λόγω τεχνολογίας, είτε λόγω υψηλής επένδυσης) τόσο πιο δύσκολα θα χαθεί το συγκεκριμένο ανταγωνιστικό πλεονέκτημα (Damodaran ό.π.σελ.1346-1350).

Μπορούμε να δούμε συνοπτικά αυτούς τους παράγοντες στο διάγραμμα 2.3 με την χρήση κατάλληλου μοντέλου προεξόφλησης ταμειακών ροών κατά περίπτωση.



**Διάγραμμα 2.3:** Οι επιλογές στα Μοντέλα Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών (Damodaran ό.π.σελ.1352).

### 2.4.3 Επιλογή του Κατάλληλου Μοντέλου Σχετικής Αποτίμησης

Πολλοί αναλυτές επιλέγουν μοντέλα σχετικής αποτίμησης για την εκτίμηση περιουσιακών στοιχείων. Με αυτή την επιλογή πρέπει να απαντηθούν 2 ερωτήματα. Ποιο πολλαπλάσιο θα χρησιμοποιηθεί και αν αυτό βασίζεται σε συγκεκριμένο τμήμα της αγοράς ή σε ολόκληρη την αγορά.

#### Επιλογή Κατάλληλου Πολλαπλασίου

Τα πολλαπλάσια είναι πολλών ειδών καθώς άλλα βασίζονται στα κέρδη, άλλα στα έσοδα και άλλα στη λογιστική αξία της επιχείρησης. Επίσης για κάποια χρησιμοποιούμε τρέχουσα αξία για άλλα μελλοντική αξία κλπ. Επειδή λοιπόν η αποτίμηση θα εξαρτηθεί από την επιλογή του πολλαπλασίου, καθώς για την ίδια αποτίμηση μπορεί να έχουμε διαφορετική αξία ανάλογα με το πολλαπλάσιο που θα χρησιμοποιήσουμε, είναι πολύ σημαντική η επιλογή που θα γίνει. Υπάρχουν τρεις προσεγγίσεις που μπορούμε να βοηθηθούμε για το ποιο πολλαπλάσιο να εφαρμόσουμε. Η πρώτη είναι να επιλέξουμε το πολλαπλάσιο που θεωρούμε ότι θα μας δώσει το επιθυμητό αποτέλεσμα. Αν προσπαθούμε να πουλήσουμε επιχείρηση χρησιμοποιούμε το πολλαπλάσιο που δίνει την υψηλότερη αξία στην επιχείρηση. Όταν

αγοράζουμε επιχείρηση χρησιμοποιούμε το πολλαπλάσιο εκείνο που δίνει την χαμηλότερη αξία. Θέλει όμως πολύ προσοχή γιατί στην προσπάθεια να χειραγωγηθούν αποτελέσματα (το οποίο είναι πολύ εύκολο σε αυτή την προσέγγιση) μπορεί οι ίδιοι επενδυτές να πέσουν θύματα της χειραγώγησης τους. Για αυτό όποιο πολλαπλάσιο χρησιμοποιηθεί τελικά θα πρέπει να γίνει σύγκριση της τελικής αξίας αποτίμησης με την αξία αποτίμησης που θα είχε προκύψει από άλλο πολλαπλάσιο. Η δεύτερη είναι να γίνει αποτίμηση με τη χρήση πολλών πολλαπλασίων και να δοθεί η τελική αξία σε μία κλίμακα από την χαμηλότερη στη μεγαλύτερη βάσει των πολλαπλασίων που χρησιμοποιήθηκαν. Αυτό όμως δημιουργεί προβλήματα στη λήψη αποφάσεων. Η τρίτη και πιο συνήθης είναι η επιλογή του πιο κατάλληλου πολλαπλασίου με αντικειμενικά κριτήρια. Υπάρχουν τρεις τρόποι για την επιλογή του κατάλληλου πολλαπλασίου.

(α) Η θεμελιώδης προσέγγιση. Βάσει αυτής της προσέγγισης θα πρέπει να επιλεγεί η μεταβλητή η οποία είναι πιο άμεσα συσχετισμένη με την αξία της επιχείρησης. Αν για παράδειγμα η επιχείρηση είναι εμπορική τότε τα τρέχοντα κέρδη είναι πιο άμεσα συσχετισμένα με την αξία της οπότε το πιο κατάλληλο πολλαπλάσιο είναι τιμή προς κέρδος.

(β) Η στατιστική προσέγγιση. Εδώ θα πρέπει να τρέξουν παλινδρομήσεις του κάθε πολλαπλασίου χρησιμοποιώντας τον συντελεστή  $R^2$  της παλινδρόμησης σαν μέτρο του πόσο καλά λειτουργεί το πολλαπλάσιο στην συγκεκριμένη αγορά. Το πολλαπλάσιο με το υψηλότερο  $R^2$  είναι και το καταλληλότερο για την αποτίμηση.

(γ) Η συμβατική προσέγγιση. Πολλές φορές βλέπουμε να χρησιμοποιείται διαχρονικά το ίδιο πολλαπλάσιο σε συγκεκριμένη αγορά χωρίς να εξετάζεται εναλλακτική χρήση. Σε μία ιδανική οικονομία θα πρέπει ως ένα βαθμό να συγκλίνουν και οι τρεις προσεγγίσεις ως προς την τελική αποτίμηση.

#### *Αποτίμηση Κλάδου ή Αγοράς*

Στις περισσότερες σχετικές αποτιμήσεις αποτιμάμε μια εταιρεία σε σχέση με άλλες εταιρείες του ίδιου κλάδου προσπαθώντας να δούμε αν η εταιρεία που αποτιμάται είναι υπερτιμημένη ή υποτιμημένη σε σχέση με την αξία των άλλων εταιρειών του κλάδου. Μέσα από αυτή την προσέγγιση μπορούμε να διακρίνουμε συγκρίσιμες εταιρείες όχι μόνο ως προς τον κλάδο που ανήκουν αλλά και ως προς το πώς λειτουργούν και τι μερίδιο αγοράς καταλαμβάνουν. Αυτό θα μας δώσει ακόμα πιο συγκρίσιμα στοιχεία. Η προσέγγιση που θα ακολουθήσουμε θα εξαρτηθεί από τον σκοπό της αποτίμησης. Αν θέλουμε να προσανατολιστούμε στον κλάδο και θέλουμε να αποτιμήσουμε μετοχές μόνο του κλάδου τότε θα πρέπει να κάνουμε σχετική αποτίμηση κλάδου. Αν θέλουμε



να αποτιμήσουμε μετοχές για όλη την αγορά τότε θα πρέπει να κάνουμε σχετική αποτίμηση αγοράς (Damodaran ό.π.σελ.1353-1356).

#### **2.4.4 Επιλογή του Κατάλληλου Μοντέλου Αποτίμησης Ενδεχόμενων Απαιτήσεων**

Στην περίπτωση αποτίμησης ενδεχόμενων απαιτήσεων θα πρέπει να προσέξουμε τρία πράγματα. Πρώτον θα πρέπει να περιορίσουμε την χρήση απαιτήσεων σε αυτές που παίζουν σημαντικό ρόλο στην αποτίμηση. Γενικά οι απαιτήσεις θα επηρεάσουν την αξία περισσότερο σε μικρότερες επιχειρήσεις των οποίων το μεγαλύτερο μέρος της αξίας τους προέρχεται από περιουσιακά στοιχεία τα οποία είναι όμοια με απαιτήσεις. Δεύτερον δεν πρέπει να μπερδεύουμε τις απαιτήσεις με τις ευκαιρίες. Πολλές φορές αναλυτές βλέπουν μία προοπτική ανάπτυξης της εταιρείας και νομίζουν ότι υπάρχουν απαιτήσεις προς αποτίμηση ενσωματωμένες στην εταιρεία. Τρίτον δεν πρέπει να υπολογίζουμε διπλά τις ίδιες απαιτήσεις (Damodaran ό.π.σελ.1357).

#### **2.5 Συμπεράσματα**

Βλέπουμε λοιπόν ότι για την αποτίμηση μιας εταιρείας έχουμε να επιλέξουμε τρεις βασικές μεθόδους, την προεξόφληση ταμειακών ροών, την σχετική αποτίμηση και την αποτίμηση ενδεχόμενων απαιτήσεων. Η καταλληλότερη μέθοδος εξαρτάται πάντα από την φύση της εταιρείας, τον κλάδο καθώς και τους αντικειμενικούς σκοπούς της αποτίμησης. Από αυτό θα εξαρτηθεί και το ακριβές μοντέλο που θα χρησιμοποιηθεί από την κάθε μέθοδο καθώς και ποιοι αριθμοδείκτες είναι οι καταλληλότεροι για να δώσουν το πιο αξιόπιστο αποτέλεσμα.

#### **2.6 Βιβλιογραφία Κεφαλαίου**

1. Damodaran Aswath, *'Investment Valuation' John Wiley & Sons Inc., 2nd Edition, 2002, chap. 2 & 35.*

## **ΚΕΦ 3 Εφαρμογή Θεωρητικού Μοντέλου Εξαγοράς στην Ελληνική**

### **εταιρεία**

#### **3.1 Εισαγωγή**

Για την αποτίμηση της εξαγοράς θα εφαρμόσουμε το μοντέλο προεξόφλησης ταμειακών ροών με αποτίμηση εταιρείας. Η αποτίμηση προκύπτει, όπως είδαμε και στο κεφάλαιο 2, με προεξόφληση των αναμενόμενων ταμειακών ροών στην επιχείρηση, δηλαδή την υπολειμματική αξία των ταμειακών ροών μετά την κάλυψη όλων των λειτουργικών εξόδων, τις ανάγκες επανεπένδυσης και τους φόρους, αλλά πριν από οποιαδήποτε πληρωμή σε δανειστές ή μετόχους, με τον μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου, το οποίο είναι το κόστος των διαφόρων συνιστωσών χρηματοδότησης που χρησιμοποιούνται από την εταιρεία, σταθμισμένο βάσει της αναλογούσας τρέχουσας αξίας τους. Βασικοί λόγοι επιλογής αυτής της μεθόδου είναι:

1. Έχουμε πρόσβαση στην κατάσταση ταμειακών ροών της επιχείρησης.
2. Ο Δείκτης μόχλευσης μεταβάλλεται.
3. Τα κέρδη της επιχείρησης είναι θετικά και έχουν φυσιολογικό ρυθμό.

$$\text{Value of Firm} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{CF to Firm}_t}{(1+WACC)^t}$$

όπου,

CF to Firm<sub>t</sub> = Αναμενόμενη ταμειακή ροή προς επιχείρηση κατά την περίοδο t

WACC = σταθμισμένο μέσο κόστος κεφαλαίου

#### **3.2 Εφαρμογή Μοντέλου Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών με αποτίμηση εταιρείας**

Για να εφαρμόσουμε το μοντέλο προεξόφλησης των αναμενόμενων ταμειακών ροών στην επιχείρηση θα εφαρμόσουμε το μοντέλο excel δύο φάσεων του Damodaran το οποίο παρατίθεται και στο παράρτημα προς διευκόλυνση των υπολογισμών. Στο συγκεκριμένο μοντέλο θα πρέπει να συγκεντρώσουμε κάποια δεδομένα από τις οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας (έτος 2016) καθώς και κάποιους βασικούς αριθμοδείκτες για τον υπολογισμό του σταθμισμένου μέσου κόστους κεφαλαίου.

Αρχικά θα χρειαστούμε βασικά οικονομικά δεδομένα της επιχείρησης τα οποία τα βρίσκουμε αυτούσια στον ισολογισμό και την κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης.

Αυτά είναι τα καθαρά κέρδη προ φόρων, τα έξοδα τόκων, οι πάγιες επενδύσεις της καθώς και η απόσβεσή τους, ο φορολογικός συντελεστής της Ελλάδας, και οι τρέχουσες πωλήσεις.

Στη συνέχεια θα πρέπει να υπολογίσουμε το κεφάλαιο κίνησης αφαιρώντας από το σύνολο των αποθεμάτων και των λογαριασμών εισπρακτέων τους πληρωτέους λογαριασμούς. Αυτό θα γίνει και για την προηγούμενη χρήση γιατί θα χρειαστεί ως συγκριτικό στοιχείο στον τελικό υπολογισμό της ετήσιας μεταβολής του. Επειδή μιλάμε για εταιρεία μη εισηγμένη με ονομαστικές μετοχές στην κατοχή της, δεν έχει ενδιαφέρον να παραθέσουμε αξία μετοχών.

Στη συνέχεια αναφέρουμε την λογιστική αξία των χρεών της όπως παρατίθεται στον ισολογισμό καθώς και την αξία των ιδίων κεφαλαίων. Για την εμπορική αξία της εταιρείας δυστυχώς δεν μπορούμε να έχουμε σχετική εκτίμηση οπότε θα χρησιμοποιήσουμε την λογιστική της αξία.

Η σχέση χρέους/ ίδια κεφάλαια είναι 49,8%. Εκτιμούμε μια περίοδο δεκαετίας για να δούμε πως θα εξελιχθεί το μοντέλο γιατί τα πρώτα χρόνια θα είναι βεβαρυμμένα με πραγματοποίηση πάγιων επενδύσεων οπότε στην πενταετία δεν θα είναι αντικειμενικό το αποτέλεσμα της εξαγοράς.

Beta της εταιρικής μετοχής: Θα πρέπει να εφαρμόσουμε τον τύπο υπολογισμού του beta.

$$\beta_L = \beta_U(1 + (1 - \text{φορολογικός συντελεστής}) \cdot \text{Μέσο Χρέος Κλάδου/Ίδια Κεφάλαια})$$

Όπου L=Levered και U=Unlevered

Για τον

Για τον υπολογισμό θα βασιστούμε στους unlevered συντελεστές beta του αντίστοιχου κλάδου στις ΗΠΑ (R.E.I.T) δεδομένου ότι δεν έχουμε σχετικά στοιχεία στην ελληνική αγορά και η συγκεκριμένη εταιρεία είναι μη εισηγμένη. Επίσης από τον ίδιο κλάδο θα αναζητήσουμε και τη σχέση χρέους/ ίδια κεφάλαια (D/E). Στο παράρτημα παρατίθεται ο σχετικός πίνακας. Βάσει του σχετικού πίνακα έχουμε unlevered beta 0,41 και D/E 78,50%. Άρα τα το beta levered είναι:

$$\beta_L = 0,41 \cdot (1 + (1 - 29\%) \cdot 78,50\%) = 0,638$$

Απόδοση μηδενικού κινδύνου (risk free rate): Για την περίοδο που μας ενδιαφέρει (MAP 17) όπως θα δούμε και στο παράρτημα είναι 1,22%.

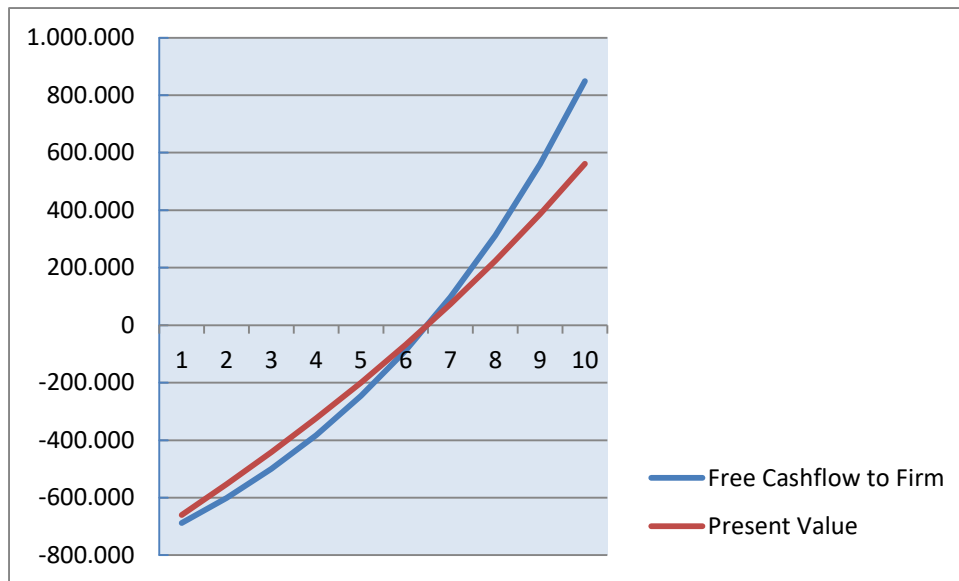
Επιτόκιο κινδύνου (country risk premium): Για την περίοδο που μας ενδιαφέρει (MAP 17) όπως θα δούμε και στο παράρτημα είναι 10%.

Κόστος Δανεισμού: Το κόστος δανεισμού λαμβάνεται ίσο με 1.1347% (3 month LIBOR (MAP 2017) + 150 μονάδες βάσης).

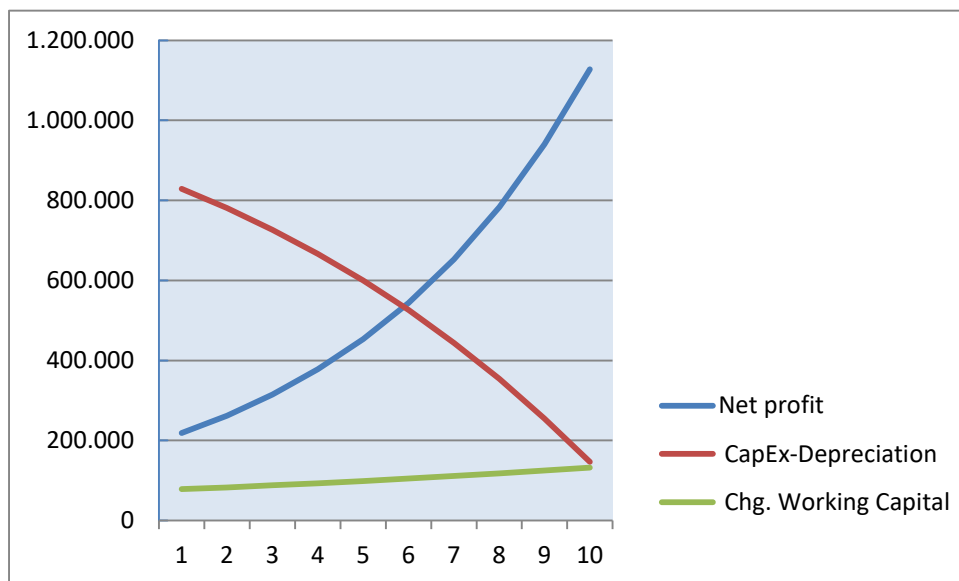
Στη συνέχεια παρατίθενται στο μοντέλο κάποιες εκτιμήσεις σχετικά με τον ρυθμό ανάπτυξης της εταιρείας. Έχοντας ως βάση τα ιστορικά στοιχεία βλέπουμε ότι ο ρυθμός ανάπτυξης κυμαίνεται στο 17% οπότε σαν στόχο θέτουμε το 20% και ομαλοποίηση στο 10% σε περίοδο σταθερότητας. Επίσης 3% ο ρυθμός αύξηση των επενδύσεων και 6% των πωλήσεων. Αυτές οι εκτιμήσεις είναι καθαρά εμπειρικές από την γενικότερη εικόνα της αγοράς στην Ελλάδα.

Από τον υπολογισμό του μοντέλου προεξόφλησης ταμειακών ροών με αποτίμηση εταιρείας, όπως βλέπουμε στο παράρτημα, η αξία του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας προκύπτει 4.696.131 ευρώ.

Για δούμε πιο αναλυτικά πως εξελίσσονται οι ταμειακές ροές θα αναλύσουμε την πορεία των κερδών, των αποσβέσεων και του κεφαλαίου κίνησης. Όπως βλέπουμε στα διαγράμματα 3.1 και 3.2 τα πρώτα 6 χρόνια οι ταμειακές ροές και εν συνεχεία η καθαρά παρούσα αξία είναι αρνητικές. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι την πρώτη πενταετία η εταιρεία θα επενδύσει αρκετά σε πάγιο εξοπλισμό διότι θα πρέπει να προσαρμοστεί στα πρότυπα της Πολυεθνικής εταιρείας. Αυτό θα επιβαρύνει τα καθαρά αποτελέσματα αρνητικά, όμως σε ακτίνα δεκαετίας θα μπορέσει να εξομαλυνθεί η κατάσταση και το αποτέλεσμα να γυρίσει θετικό. Οι πάγιες επενδύσεις αφορούν κυρίως εξοπλισμούς και βελτιώσεις ακινήτων τα οποία αποσβένονται σε βάθος εικοσιπενταετίας γιατί τόσο περίπου χρειάζεται για να προκύψει νέα επένδυση ίδιας φύσεως. Οπότε από το δέκατο έτος οι αποσβέσεις επιβαρύνουν όλο και λιγότερο το αποτέλεσμα σε αντίθεση με τα καθαρά κέρδη τα οποία αυξάνονται βάση του ρυθμού ανάπτυξης που έχουμε υπολογίσει δίνοντας έτσι μία αύξουσα τάση των ταμειακών ροών και κατ' επέκταση και της καθαρής παρούσας αξίας.



**Διάγραμμα 3.1:** Εξέλιξη των ταμειακών ροών και της καθαρής παρούσας αξίας στη δεκαετία (Ποσά σε ευρώ).



**Διάγραμμα 3.2:** Εξέλιξη των κερδών, των αποσβέσεων και του κεφαλαίου κίνησης στη δεκαετία (Ποσά σε ευρώ).

Το καθαρό κεφάλαιο κίνησης υπολογίζεται βάσει της ιστορικότητας και βλέπουμε ότι στο εύρος δεκαετίας αυξάνεται με σταθερό ρυθμό χωρίς να επηρεάζει σε μεγάλο βαθμό την μείωση των ταμειακών ροών. Όχι τουλάχιστον όσο οι αποσβέσεις.

### 3.3 Βιβλιογραφία Κεφαλαίου

Χρήσιμα Links για τον υπολογισμό αριθμοδεικτών:

1. <https://www.investopedia.com/articles/personal-finance/050515/how-calculate-beta-private-company.asp>
2. <http://www.basiszinskurve.de/basiszinssatz-gemaess-idw.html>
3. [http://fedprimerate.com/libor/libor\\_rates\\_history.htm#liborpreviousmonth](http://fedprimerate.com/libor/libor_rates_history.htm#liborpreviousmonth)
4. <https://www.divestopedia.com/definition/875/non-cash-working-capital-ncwc>
5. <https://www.investopedia.com/terms/d/debt-to-capitalratio.asp>
6. <https://www.businessregistry.gr/publicity/show/5490901000>
7. [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/Betas.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html)

## **ΚΕΦ 4 Τελική Αποτίμηση της Εξαγοράς**

### **4.1 Σύγκριση θεωρητικού μοντέλου με την πραγματική αξία αγοράς**

Βάσει του μοντέλου που αναπτύξαμε στο προηγούμενο κεφάλαιο προκύπτει ότι η αγορά της εταιρείας με το ποσό των 3.700.000 ευρώ είναι συμφέρουσα καθώς η αξία της εταιρείας ανέρχεται στα 4.696.131 ευρώ. Όπως βλέπουμε και στο υπολογιστικό μοντέλο του Damodaran η συνολική αξία της εταιρείας μετά το πέρας της περιόδου ανάπτυξης, με growth rate στη σταθερή περίοδο 10% και με τερματική ταμειακή ροή στα -600.961 ευρώ είναι 10.389.069 ευρώ. Αυτός είναι και ο βασικός λόγος που κρατάει θετική την συγκεκριμένη επένδυση. Υπολογίζοντας την παρούσα αξία της τερματικής αξίας της εταιρείας με κόστος κεφαλαίου 4%, βλέπουμε ότι το ποσό που προκύπτει είναι 6.874.731 ευρώ. Αφαιρώντας από αυτό την αρνητική παρούσα αξία που προκύπτει από το μοντέλο των ταμειακών ροών ήτοι -1.002.475 ευρώ εξακολουθούμε να είμαστε σε ένα θετικό ποσό 5.872.255 ευρώ. Αν από αυτό το ποσό αφαιρέσουμε και τις εξασφαλίσεις που υπάρχουν στον ισολογισμό καθώς και το χρέος της εταιρείας καταλήγουμε στο ποσό των 4.696.131 ευρώ το οποίο είναι μεγαλύτερο του τελικού τιμήματος όπως είπαμε αρχικά.

|   |                        |
|---|------------------------|
| Growth Rate in Stable Phase =             | 10,00%                 |
| FCFF in Stable Phase =                    | 600.961,38 €           |
| Cost of Equity in Stable Phase =          | 7,60%                  |
| Equity/ (Equity + Debt) =                 | 50,19%                 |
| AT Cost of Debt in Stable Phase =         | 0,81%                  |
| Debt/ (Equity + Debt) =                   | 49,81%                 |
| Cost of Capital in Stable Phase =         | 4,22%                  |
| <b>Value at the end of growth phase =</b> | <b>10.389.069,29 €</b> |

|   |                       |
|---|-----------------------|
| <b>Present Value of FCFF in high growth phase =</b> | <b>1.002.475,77 €</b> |
| <b>Present Value of Terminal Value of Firm =</b>    | <b>6.874.731,65 €</b> |
| <b>Value of the firm =</b>                          | <b>5.872.255,88 €</b> |
| <b>Cash and Marketable Securities =</b>             | <b>6.655,20 €</b>     |
| <b>Market Value of outstanding debt =</b>           | <b>1.182.779,49 €</b> |
| <b>Market Value of Equity =</b>                     | <b>4.696.131,59 €</b> |

**Πίνακας 4.1:** Τελική αποτίμηση εμπορικής αξίας της Ελληνικής εταιρείας (ποσά σε ευρώ). (απόσπασμα από το μοντέλο Damodaran-βλέπε παράρτημα).

## 4.2 Συμπεράσματα

Γενικότερα μπορούμε να πούμε ότι η εκτίμηση της συγκεκριμένης εξαγοράς είναι αρκετά αισιόδοξη διότι μας δίνει σε εύρος 10ετίας μια θετική πορεία των ταμειακών ροών η οποία πιθανόν να είναι ακόμα καλύτερη μετά το πέρας της 10ετίας. Παρόλα αυτά θα πρέπει να επισημάνουμε σχετικά με τους υπολογισμούς που παραθέσαμε τα παρακάτω:

1. Οι συντελεστές που χρησιμοποιήθηκαν δεν είναι απόλυτα αυτοί που αντικατοπτρίζουν την ελληνική αγορά καθότι πέραν από τους συντελεστές δανεισμού και κινδύνου που αφορούν την Ελλάδα γενικότερα σαν χώρα, για το συγκεκριμένο κλάδο δεν υπάρχουν αναλυτικές μελέτες στην χώρα μας οπότε έπρεπε να δανειστούμε στοιχεία από την αγορά των ΗΠΑ όπου υπάγεται και η Πολυεθνική εταιρεία ως μητρική εταιρεία του κλάδου R.E.I.T (Real estate investment interest).

2. Οι εκτιμήσεις πορείας των πωλήσεων και των κερδών είναι δανεισμένες από τα ίδια τα targets που έχει βάλει η εταιρεία για την Ελλάδα χωρίς να είναι σίγουρο αν θα υλοποιηθούν απόλυτα.

3. Οι επενδύσεις σε πάγιο εξοπλισμό μπορεί να είναι τελικά περισσότερες από αυτές που δίνονται στο μοντέλο διότι στην πορεία ενσωμάτωσης των δύο εταιρειών μπορεί να ανακύψουν θέματα συμμόρφωσης της Ελληνικής εταιρείας τα οποία δεν είχαν εντοπιστεί στην διαδικασία της εξαγοράς και αυτό να οδηγήσει σε υψηλότερο κόστος επένδυσης. Αυτό μπορεί να αλλάξει άρδην την εικόνα των ταμειακών ροών γιατί όπως είδαμε και στο κεφάλαιο 3, ο βασικότερος παράγοντας χειραγώγησης των ταμειακών ροών και της καθαρής παρούσας αξίας ήταν η αναπόσβεστη αξία των επενδύσεων.

4. Δεν μπορούμε να είμαστε σίγουροι για τυχών νομικές υποθέσεις ή οικονομικές εκκρεμότητες των προηγούμενων μετόχων τα οποία δεν εντοπίστηκαν κατά τη διάρκεια του due diligence. Αυτά μπορεί να επιβαρύνουν τα καθαρά κέρδη της επιχείρησης σε επόμενες χρήσης επηρεάζοντας αρνητικά τις ταμειακές ροές.

5. Δεν μπορούμε να γνωρίζουμε τι στάση θα κρατήσουν στελέχη της εξαγοραζόμενης εταιρείας τα οποία παρέμειναν μετά την εξαγορά. Αν δεν υπάρχει κλίμα συναίνεσης ειδικά με στελέχη από το τμήμα πωλήσεων αυτό μπορεί να επηρεάσει τον κύκλο εργασιών της εταιρείας καθότι μπορεί κάποιοι πελάτες να αποσυρθούν και να ανανεώσουν τα συμβόλαια τους με τον ανταγωνισμό.

Σε γενικές γραμμές έχουμε να κάνουμε με μία υγιή εξαγορά και το σημαντικότερο είναι ότι γίνεται σε ένα κλάδο αναπτυσσόμενο για την Ελλάδα με πολύ μικρό ανταγωνισμό. Η πορεία των επόμενων 5 ετών θα δείξει αν οι σχετικές εκτιμήσεις ήταν κοντά στην πραγματικότητα.



## **Βιβλιογραφία**

### **Ξενόγλωσση Βιβλιογραφία**

1. Jemison D.B. and S.B. Sitkin, 'Acquisitions: The process Can Be A Problem', Harvard Business Review, (March-April, 1986), pp.107-116.
2. Hitt, M.A.,R.D. Ireland and R.E. Hoskisson, 'Strategic Management: Competitiveness and Globalization', Cengage Learning, 11th edition,2015.
3. Steiner, P., 'Mergers: Motives, Effects, Policies', Michigan, University of Michigan Press, 1975.
4. Brealey, Myers, Marcus. 'Fundamentals of Corporate Finance' 7th edition 2012, Mc Graw –Hill Irwin, chap.21.
5. Damodaran Aswath, 'Investment Valuation' John Wiley & Sons Inc., 2nd Edition, 2002, chap. 2, 25 & 35.
6. M. Porter, '*The five Competitive Forces that Shape Strategy*' *Harvard Business Review January 2008, p. 79-92*
7. Άρθρο, "Ο Herman Knaust ανακαλύπτει μία νέα χρήση για το παλιό ορυχείο: Αντι-ατομική φύλαξη"~ Πρωτοσέλιδο, *Wall Street Journal*, 24 Οκτωβρίου 1952

### **Ελληνική Βιβλιογραφία**

1. Παπαδάκης Βασίλειος, 'Στρατηγική των Επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής εμπειρία' (Τόμος Α, 7η έκδοση 2016, Εκδόσεις Μπένου), Κεφ.10.

### **Web sites-Links**

1. Επίσημη Ιστοσελίδα ΓΕΜΗ: <https://services.businessportal.gr/>
2. <https://www.investopedia.com/articles/personal-finance/050515/how-calculate-beta-private-company.asp>
3. <http://www.basiszinskurve.de/basiszinssatz-gemaess-idw.html>
4. [http://fedprimerate.com/libor/libor\\_rates\\_history.htm#liborpreviousmonth](http://fedprimerate.com/libor/libor_rates_history.htm#liborpreviousmonth)
5. <https://www.divestopedia.com/definition/875/non-cash-working-capital-ncwc>
6. <https://www.investopedia.com/terms/d/debt-to-capitalratio.asp>
7. <https://www.businessregistry.gr/publicity/show/5490901000>
8. [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/Betas.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html)

# ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ1

## Two-Stage FCFF Discount Model

This model is designed to value a firm, with two stages of growth, an initial period of higher growth and a subsequent period of stable growth.

For a richer version of this model, try the fcffginzu.xls spreadsheet.

### Assumptions

1. The firm is expected to grow at a higher growth rate in the first period.
2. The growth rate will drop at the end of the first period to the stable growth rate.

### The user has to define the following inputs:

1. Length of high growth period
2. Expected growth rate in earnings during the high growth period.
3. Capital Spending, Depreciation and Working Capital needs during the high growth period.
4. Expected growth rate in earnings during the stable growth period.
5. Inputs for the cost of capital. (Cost of equity, Cost of debt, Weights on debt and equity)

| Inputs to the model   |                  |                |              |
|---|------------------|----------------|--------------|
| Current EBIT =  | 256.567,98 €     |                |              |
| Current Interest Expense =  | 89.000,82 €      |                |              |
| Current Capital Spending  | 3.163.126,00 €   |                |              |
| Current Depreciation & Amort'n  | 2.291.868,06 €   | 1,380151875    |              |
| Tax Rate on Income =  | 29,00%           |                |              |
| Current Revenues =  | 2.700.731,11 €   |                |              |
| Current Non-cash Working Capital  | 1.305.220,00 €   | 284.339,03 €   |              |
| Chg. Working Capital =  | 1.589.559,03 €   | Last year      |              |
| Cash and Marketable Securities  | 6.655,20 €       |                |              |
| Value of equity options issued by   | 0,00 €           |                |              |
| Book Value of Debt =  | 1.182.779,49 €   | 1.490.238,13 € |              |
| Book Value of Equity =  | 1.191.604,82 €   | 1.213.745,60 € |              |
| <b>Weights on Debt and Equity</b>   |                  |                |              |
| Is the firm publicly traded ?   | No               | (Yes or No)    |              |
| If yes, enter the market price per share =                                      |                  | (in currency)  |              |
| & Number of shares outstanding =  |                  | (in #)         |              |
| & Market Value of Debt =  | 1.182.779,49 €   | (in currency)  |              |
| If no, do you want to use the book value debt ratio ?                           | No               | (Yes or No)    |              |
| If no, enter the debt to capital ratio to be used =                             | 49,81%           | (in percent)   |              |
| Enter length of extraordinary growth period =                                   | 10               | (in years)     |              |
| Do you want to change the debt ratio in the stable growth period?               | No               |                |              |
| If yes, enter the debt ratio for the stable growth period =                     |                  |                |              |
| <b>Costs of Components</b>  |                  |                |              |
| Do you want to enter cost of equity directly?                                   | No               | (Yes or No)    |              |
| If yes, enter the cost of equity =  |                  | (in percent)   |              |
| If no, enter the inputs to the cost of equity:                                  |                  |                |              |
| Beta of the stock =   | 0,638            |                |              |
| Riskfree rate =   | 1,22%            | (in percent)   |              |
| Risk Premium =  | 10,00%           | (in percent)   |              |
| Enter the cost of debt for cost of capital calculation                          | 1,13%            | (in percent)   |              |
| <b>Earnings Inputs</b>  |                  |                |              |
| Do you want to use the historical growth rate?                                  | Yes              | (Yes or No)    |              |
| If yes, enter EBIT from five years ago =  | 118.693,67 €     | (in currency)  |              |
| Do you have an outside estimate of growth ?                                     | Yes              | (Yes or No)    |              |
| If yes, enter the estimated growth:   | 20%              | (in percent)   |              |
| Do you want to calculate the growth rate from fundamentals?                     | No               | (Yes or No)    |              |
| <i>The following will be the inputs to the fundamental growth formulation:</i>  |                  |                |              |
| ROC =   |                  |                |              |
| Reinv. Rate =   |                  |                |              |
| Do you want to change any of these inputs for the high growth period?           | No               | (Yes or No)    |              |
| <i>If yes, specify the values for these inputs (Please enter all variables)</i> |                  |                |              |
| ROC =   |                  |                |              |
| Reinv. Rate =   |                  |                |              |
| <i>Specify weights to be assigned to each of these growth rates:</i>            |                  |                |              |
| Historical Growth Rate =  | 0,00%            | (in percent)   |              |
| Outside Prediction of Growth =  | 100,00%          | (in percent)   |              |
| Fundamental Estimate of Growth =  | 0,00%            | (in percent)   |              |
| Enter growth rate in stable growth period?                                      | 10,00%           | (in percent)   |              |
| <b>Beta</b>   |                  |                |              |
| Will the beta to change in the stable period?                                   | No               | (Yes or No)    |              |
| If yes, enter the beta for stable period =                                      |                  |                |              |
| Will the cost of debt change in the stable period?                              | No               | (Yes or No)    |              |
| If yes, enter the new cost of debt =  |                  | (in percent)   |              |
| <b>Capital Spending, Depreciation &amp; Working Capital</b>                     |                  |                |              |
| Do you want all these items to grow at the same rate as earnings ?              | No               | (Yes or No)    |              |
| If not, enter the growth rates for each of the following items:                 |                  |                |              |
|   | Capital Spending | Depreciation   | Revenues     |
| High Growth   | 3%               | 6%             | 6%           |
| Stable Growth   | Do not enter     | Do not enter   | 10%          |
| Do you want to keep the current fraction of working capital to revenues?        | Yes              |                | (Yes or No)  |
| Specify working capital as a percent of revenues:                               | 48%              |                | (in percent) |
| <b>Capital Spending and Depreciation in Stable Growth</b>                       |                  |                |              |
| Is capital spending to be offset by depreciation in stable period?              | No               | (Yes or No)    |              |
| Do you want your reinvestment to be computed from fundamentals?                 | Yes              |                |              |
| Return on capital in perpetuity   | 7%               |                |              |
| If no, do you want to enter capital expenditure as % of depreciation            |                  | (in percent)   |              |

### Output from the program

### Output from the program

|                          |        |
|--------------------------|--------|
| Cost of Equity =         | 7,60%  |
| Equity/(Debt+Equity) =   | 50,19% |
| After-tax Cost of debt = | 0,81%  |
| Debt/(Debt +Equity) =    | 49,81% |
| Cost of Capital =        | 4,22%  |

|                                    |                |
|------------------------------------|----------------|
| Current EBIT * (1 - taxrate) =     | 182.163,27 €   |
| -(Capital Spending - Depreciation) | 871.257,94 €   |
| - Change in Working Capital        | 1.589.559,03 € |
| Current FCFF                       | 2.278.653,70 € |

#### Growth Rate in Earnings per share

|                      | Growth Rate | Weight  |
|----------------------|-------------|---------|
| Historical Growth =  | 16,67%      | 0,00%   |
| Outside Estimates =  | 20,00%      | 100,00% |
| Fundamental Growth = | 0,00%       | 0,00%   |
| Weighted Average     | 20,00%      |         |

#### Growth Rate in capital spending, depreciation and working capital

|                                   | High Growth | Stable Growth |
|-----------------------------------|-------------|---------------|
| Growth rate in capital spending = | 3,00%       | Do not enter  |
| Growth rate in depreciation =     | 6,00%       | Do not enter  |
| Growth rate in revenues =         | 6,00%       | 10,00%        |

Working Capital as percent of revenues = 48,33% (in percent)

The FCFE for the high growth phase are shown below (upto 10 years)

|                       | 1            | 2            | 3            | 4            | 5            | 6            | 7            | 8            | 9            | 10             | Terminal Year  |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|
| EBIT * (1 - taxrate)  | 218.595,92 € | 262.315,10 € | 314.778,12 € | 377.733,75 € | 453.280,50 € | 543.936,60 € | 652.723,92 € | 783.268,70 € | 939.922,44 € | 1.127.906,93 € | 1.240.697,62 € |
| -(CapEx-Depreciation) | 828.639,64 € | 780.617,42 € | 726.781,66 € | 666.695,56 € | 599.893,51 € | 525.879,22 € | 444.123,84 € | 354.063,89 € | 255.099,12 € | 146.590,21 €   | 1.607.913,98 € |
| -Chg. Working Capital | 78.313,20 €  | 83.011,99 €  | 87.992,71 €  | 93.272,27 €  | 98.868,61 €  | 104.800,73 € | 111.088,77 € | 117.754,10 € | 124.819,34 € | 132.308,50 €   | 233.745,02 €   |
| Free Cashflow to Firm | 688.356,92 € | 601.314,31 € | 499.996,24 € | 382.234,09 € | 245.481,62 € | 86.743,35 €  | 97.511,31 €  | 311.450,72 € | 560.003,98 € | 849.008,22 €   | 600.961,38 €   |
| Present Value         | 660.513,34 € | 553.652,62 € | 441.743,81 € | 324.041,81 € | 199.691,02 € | 67.708,57 €  | 73.034,89 €  | 223.837,38 € | 386.191,14 € | 561.811,99 €   |                |

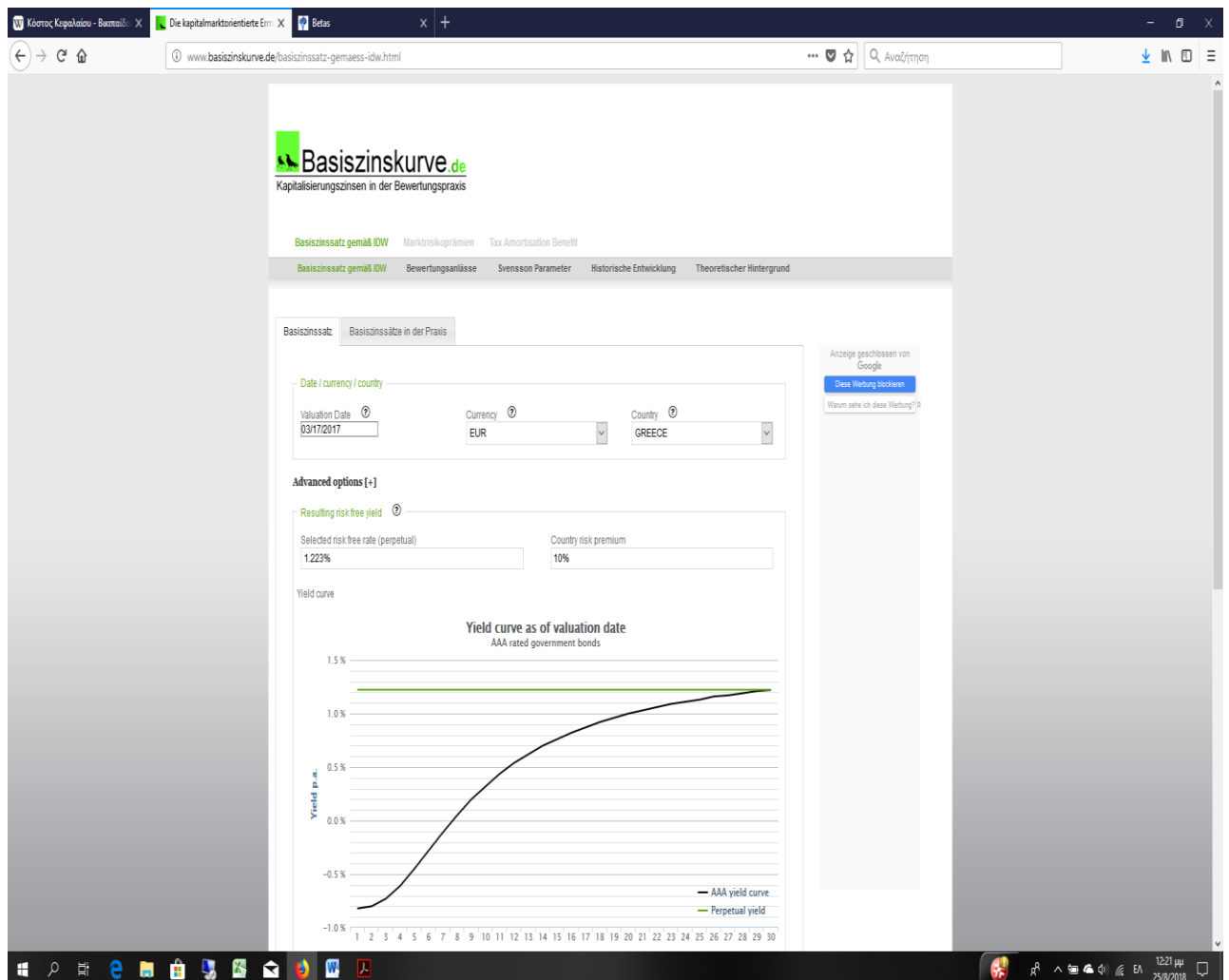
|                                    |                 |
|------------------------------------|-----------------|
| Growth Rate in Stable Phase =      | 10,00%          |
| FCFF in Stable Phase =             | 600.961,38 €    |
| Cost of Equity in Stable Phase =   | 7,60%           |
| Equity/ (Equity + Debt) =          | 50,19%          |
| AT Cost of Debt in Stable Phase =  | 0,81%           |
| Debt/ (Equity + Debt) =            | 49,81%          |
| Cost of Capital in Stable Phase =  | 4,22%           |
| Value at the end of growth phase = | 10.389.069,29 € |

|  |                |
|--|----------------|
| Present Value of FCFF in high growth phase = | 1.002.475,77 € |
| Present Value of Terminal Value of Firm =    | 6.874.731,65 € |
| Value of the firm =                          | 5.872.255,88 € |
| Cash and Marketable Securities =             | 6.655,20 €     |
| Market Value of outstanding debt =           | 1.182.779,49 € |
| Market Value of Equity =                     | 4.696.131,59 € |

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 2

| Industry Name                       | Number of firms | Beta | D/E Ratio | Effective Tax rate | Unlevered beta |
|-------------------------------------|-----------------|------|-----------|--------------------|----------------|
| Precious Metals                     | 111             | 0.96 | 17.85%    | 2.16%              | 0.85           |
| Publishing & Newspapers             | 41              | 1.02 | 44.49%    | 11.92%             | 0.76           |
| R.E.I.T.                            | 244             | 0.66 | 78.50%    | 1.96%              | 0.41           |
| Real Estate (Development)           | 20              | 0.75 | 45.30%    | 5.80%              | 0.56           |
| Real Estate (General/Diversified)   | 10              | 0.75 | 23.60%    | 12.77%             | 0.63           |
| Real Estate (Operations & Services) | 60              | 1.02 | 46.71%    | 8.82%              | 0.75           |
| Recreation                          | 70              | 0.85 | 29.59%    | 10.16%             | 0.69           |
| Reinsurance                         | 3               | 0.52 | 27.73%    | 10.92%             | 0.43           |
| Restaurant/Dining                   | 81              | 0.85 | 32.21%    | 14.99%             | 0.68           |
| Retail (Automotive)                 | 25              | 1.01 | 75.96%    | 19.04%             | 0.64           |
| Retail (Building Supply)            | 8               | 0.86 | 17.86%    | 15.36%             | 0.75           |
| Retail (Distributors)               | 92              | 1.15 | 45.58%    | 14.20%             | 0.85           |

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 3





## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 5

### Οικονομικές Καταστάσεις Πολυεθνικής εταιρείας

| Ισολογισμός την 31η Δεκεμβρίου 2016 - (Χρηματοοικονομικά στοιχεία σε κόστος κτήσης) |                             |                             |
|---|-----------------------------|-----------------------------|
| Ποσά σε ευρώ  |                             |                             |
|   | <u>2016</u>                 | <u>2015</u>                 |
| <b>Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία</b>  |                             |                             |
| <b>Ενσώματα πάγια</b>   |                             |                             |
| Ακίνητα   | 1.455.353,93                | 1.561.651,96                |
| Μηχανολογικός εξοπλισμός  | 79.375,15                   | 67.785,17                   |
| Λοιπός εξοπλισμός   | 145.874,15                  | 140.178,24                  |
| <b>Σύνολο</b>   | <b><u>1.680.603,23</u></b>  | <b><u>1.769.615,37</u></b>  |
| <b>Άυλα πάγια στοιχεία</b>  |                             |                             |
| Λοιπά άυλα  | 22.327,81                   | 35.983,34                   |
| <b>Σύνολο</b>   | <b><u>22.327,81</u></b>     | <b><u>35.983,34</u></b>     |
| Δάνεια και απαιτήσεις   | 95.558,92                   | 101.929,42                  |
| <b>Σύνολο</b>   | <b><u>95.558,92</u></b>     | <b><u>101.929,42</u></b>    |
| <b>Σύνολο μη κυκλοφορούντων</b>   | <b><u>1.798.489,96</u></b>  | <b><u>1.907.528,13</u></b>  |
| <b>Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία</b>   |                             |                             |
| <b>Αποθέματα</b>  |                             |                             |
| Λοιπά αποθέματα   | 32.429,49                   | 24.413,46                   |
| <b>Σύνολο</b>   | <b><u>32.429,49</u></b>     | <b><u>24.413,46</u></b>     |
| <b>Χρηματοοικονομικά στοιχεία και προκαταβολές</b>                                  |                             |                             |
| Εμπορικές απαιτήσεις  | 875.372,19                  | 821.116,28                  |
| Δουλευμένα έσοδα περιόδου   | 29.214,96                   | 43.850,06                   |
| Λοιπές απαιτήσεις   | 9.189,00                    | 19.858,95                   |
| Προπληρωμένα έξοδα  | 33.296,24                   | 28.402,24                   |
| Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα  | 712.749,35                  | 374.487,48                  |
| <b>Σύνολο</b>   | <b><u>1.659.821,74</u></b>  | <b><u>1.287.715,01</u></b>  |
| <b>Σύνολο κυκλοφορούντων</b>  | <b><u>1.692.251,23</u></b>  | <b><u>1.312.128,47</u></b>  |
| <b>Σύνολο ενεργητικού</b>   | <b><u>3.490.741,19</u></b>  | <b><u>3.219.656,60</u></b>  |
|   | <u>2016</u>                 | <u>2015</u>                 |
| <b>Καθαρή θέση</b>  |                             |                             |
| <b>Καταβλημένα κεφάλαια</b>   |                             |                             |
| Κεφάλαιο  | 4.474.716,00                | 4.474.716,00                |
| Υπέρ το άρτιο   | 225.268,74                  | 225.268,74                  |
| <b>Σύνολο</b>   | <b><u>4.699.984,74</u></b>  | <b><u>4.699.984,74</u></b>  |
| <b>Αποθεματικά και αποτελέσματα εις νέο</b>   |                             |                             |
| Αποτελέσματα εις νέο  | -1.833.440,93               | -2.002.818,62               |
| <b>Σύνολο</b>   | <b><u>-1.833.440,93</u></b> | <b><u>-2.002.818,62</u></b> |
| <b>Σύνολο καθαρής θέσης</b>   | <b><u>2.866.543,81</u></b>  | <b><u>2.697.166,12</u></b>  |
| <b>Προβλέψεις</b>   |                             |                             |
| Προβλέψεις για παροχές σε εργαζομένους  | 85.206,39                   | 80.108,14                   |
| <b>Σύνολο προβλέψεων</b>  | <b><u>85.206,39</u></b>     | <b><u>80.108,14</u></b>     |
| <b>Υποχρεώσεις</b>  |                             |                             |
| <b>Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις</b>   |                             |                             |
| Εμπορικές υποχρεώσεις   | 76.227,32                   | 22.026,78                   |
| Λοιτοί φόροι και τέλη   | 60.671,65                   | 52.979,27                   |
| Οργανισμοί κοινωνικής ασφάλισης   | 47.597,13                   | 46.680,45                   |
| Λοιπές υποχρεώσεις  | 71.983,62                   | 27.094,47                   |
| Έξοδα χρήσεως δουλευμένα  | 83.030,24                   | 104.246,00                  |
| Έσοδα επόμενων χρήσεων  | 199.481,03                  | 189.355,37                  |
| <b>Σύνολο</b>   | <b><u>538.990,99</u></b>    | <b><u>442.382,34</u></b>    |
| <b>Σύνολο υποχρεώσεων</b>   | <b><u>538.990,99</u></b>    | <b><u>442.382,34</u></b>    |
| <b>Σύνολο καθαρής θέσης, προβλέψεων και υποχρεώσεων</b>                             | <b><u>3.490.741,19</u></b>  | <b><u>3.219.656,60</u></b>  |

| <b>Κατάσταση Αποτελεσμάτων κατά λειτουργία την 31η Δεκεμβρίου 2016</b> |                     |                   |
|--|---------------------|-------------------|
|  | <b>2016</b>         | <b>2015</b>       |
| Κύκλος εργασιών (καθαρός)  | 2.985.964,36        | 2.386.477,87      |
| Κόστος πωλήσεων  | 1.959.074,49        | 1.545.192,42      |
| <b>Μικτό αποτέλεσμα</b>  | <b>1.026.889,87</b> | <b>841.285,45</b> |
| Λοιπά συνήθη έσοδα   | 2.103,87            | 1.275,83          |
| Έξοδα διοίκησης  | 697.053,38          | 599.472,32        |
| Έξοδα διάθεσης   | 155.584,42          | 144.711,50        |
| Λοιπά έξοδα και ζημιές   | 1.925,62            | 5.745,45          |
| Λοιπά έσοδα και κέρδη  | 129,48              | 600,03            |
| <b>Αποτελέσματα προ τόκων και φόρων</b>                                | <b>174.559,80</b>   | <b>93.232,04</b>  |
| Πιστωτικοί τόκοι και συναφή έσοδα                                      | 0,00                | 5,90              |
| Χρεωστικοί τόκοι και συναφή έξοδα                                      | 5.182,03            | 4.436,55          |
| <b>Αποτέλεσμα προ φόρων</b>  | <b>169.377,77</b>   | <b>88.801,39</b>  |
| Φόροι εισοδήματος  | 0,00                | 0,00              |
| <b>Αποτέλεσμα περιόδου μετά από φόρους</b>                             | <b>169.377,77</b>   | <b>88.801,39</b>  |