

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

Τμήμα: Οργάνωσης & Διοίκησης Επιχειρήσεων

Μπαμπάνας Ευαγγέλου Φώτιος

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

(Η μελέτη περίπτωσης της ΟΤΕ Leasing)

*1^ο πτυχίο: Διεθνών Ευρωπαϊκών & Οικονομικών Σπουδών
Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών (πρώην ΑΣΟΕΕ)*

Διπλωματική εργασία υποβληθείσα για την απόκτηση μεταπτυχιακού τίτλου στη Διοίκηση Επιχειρήσεων του τμήματος οργάνωσης και διοίκησης επιχειρήσεων του Πανεπιστημίου Πειραιώς

Επιβλέπων Καθηγητής: Γεώργιος Αρτίκης

Αθήνα 2003

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Σε ένα νέο παγκοσμιοποιημένο και έντονα ανταγωνιστικό περιβάλλον οι εθνικές αλλά ακόμα περισσότερο οι πολυεθνικές επιχειρήσεις προσπαθούν να επιβιώσουν και να κερδοφορήσουν είτε εκμεταλλευόμενες συγκεκριμένα συγκριτικά πλεονεκτήματα έναντι άλλων είτε ενώνοντας τις δυνάμεις τους με άλλες επιχειρήσεις μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων. Σε αυτό λοιπόν, το νέο σκηνικό, ο προσδιορισμός της αξίας των επιχειρήσεων καθίσταται επιτακτικός και άκρως απαραίτητος για όλες τις ομάδες συμφερόντων (διευθυντές, μέτοχοι, επενδυτές, εργαζόμενοι, πιστωτές, πελάτες).

Σκοπός αυτής της εργασίας είναι η παρουσίαση των πιο σημαντικών θεμάτων από τη βιβλιογραφία της αποτίμησης επιχειρήσεων. Στο πρώτο μέρος, παραθέτονται και περιγράφονται οι επικρατέστεροι μέθοδοι αξιολόγησης μιας επιχείρησης (Προεξοφλημένων Καθαρών Ταμιακών Ροών, Μέθοδος των Πολλαπλασιαστών), ενώ στο δεύτερο μέρος γίνεται μία σύνοψη των κανόνων που προβλέπονται από τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα αναφορικά με τις εξαγορές και τις συγχωνεύσεις. Στο τρίτο και τελευταίο κομμάτι επιχειρείται η αποτίμηση της ΟΤΕ leasing, που προσφάτως (Νοέμβριος 2001) πουλήθηκε και ενσωματώθηκε στον όμιλο της τράπεζας Πειραιώς, χρησιμοποιώντας τη μέθοδο των προεξοφλημένων αδέσμευτων ταμιακών ροών (ATP), η οποία είναι και η ευρύτερη σε χρήση αλλά και η πιο αξιόπιστη και αποδεκτή μέθοδος αξιολόγησης της απόδοσης μιας επιχείρησης, κυρίως λόγω του ότι δεν είναι μυωπική, έχει μακροπρόθεσμο ορίζοντα, λαμβάνει υπόψη τις ATP πολλών χρονικών περιόδων της λειτουργίας της επιχείρησης και τις προεξοφλεί στο παρόν συγκεντρώνοντας όλη τη διαθέσιμη πληροφόρηση. Βεβαίως, επειδή η προσκόλληση σε μία μόνο μέθοδο δεν είναι επαρκής για την εξαγωγή ασφαλών συμπερασμάτων επιχειρείται επίσης και η αποτίμηση με τη μέθοδο των πολλαπλασιαστών (P/E) και η σύγκριση των αποτελεσμάτων μεταξύ των δύο μεθόδων ATP και P/E.

Ευχαριστίες	4
Περιεχόμενα πινάκων.....	5
Περιεχόμενα διαγραμμάτων	8
1. Εισαγωγή.....	10
2. Ανασκόπηση βιβλιογραφίας.....	1
2.1. Σύγκριση βασικών μεθόδων αποτίμησης.....	5
2.1.1 Προεξοφλημένες αδέσμευτες ταμιακές ροές	5
2.1.2. Πολλαπλασιαστής P/E	6
2.1.3. Χρηματοοικονομικά δικαιώματα (options)	7
2.2. Προβλήματα κατά τη διαδικασία αποτίμησης.....	8
2.3 Μέθοδος των Προεξοφλημένων Καθαρών Ταμιακών Ροών	11
2.3.1. Υπολογισμός ΜΣΚΚ (Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου)	14
2.3.1.1 Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων	14
2.3.1.1.1. Θεωρία αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων (Capital Asset Pricing Model):	14
2.3.1.1.2. Θεωρία αντισταθμιστικής αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων (Arbitrage Pricing Theory)	15
2.3.1.1.3. Μοντέλο πολλαπλών συντελεστών (Multifactor model)	15
2.3.1.2. Κόστος Ξένων Κεφαλαίων	20
2.3.1.3. Κόστος Υβριδικών Χρεογράφων.....	21
2.3.2. Υπολογισμός Καθαρών Ταμιακών Ροών	22
2.3.3. Εκτίμηση της Αξίας της Επιχείρησης	25
2.4. Μέθοδος Των Πολλαπλασιαστών (Συγκριτική Αποτίμηση).....	29
2.4.1. Καθορισμός του πολλαπλασιαστή	30
2.4.2. Περιγραφή κατανομής του πολλαπλασιαστή	30
2.4.3. Προσδιοριστικοί παράγοντες πολλαπλασιαστή	30
2.4.4. Εύρεση συγκρίσιμης επιχείρησης	32
3. Ενοποιημένοι Ισολογισμοί και τι Προβλέπεται από τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα στις Περιπτώσεις Συγχωνεύσεων & Εξαγορών ^{1,2}	37
3.1. Συγχώνευση	38
Εξαγορά.....	40
3.3. Ενοποιημένες Χρηματοοικονομικές Καταστάσεις (Ε.Χ.Κ.)	45
4. Ανάλυση Κλάδου Χρηματοδοτικής Μίσθωσης (Leasing).....	48
4.1. Μοντέλο M.Porter για τη δομή του κλάδου	51
4.1.1. Ποσοστιαία ανάλυση χαρτοφυλακίου ανά επιχειρηματική δραστηριότητα	53
4.1.2. Ποσοστιαία ανάλυση χαρτοφυλακίου ανά διάρκεια συμβάσεων	54
4.1.3. Μεριδίο αγοράς ανά είδος εξοπλισμού	55
4.1.4. Ποσοστιαία ανάλυση χαρτοφυλακίου ανά γεωγραφική περιοχή	56
4.2. Προοπτικές Κλάδου Leasing.....	56
4.3. SWOT Ανάλυση.....	59
4.3.1. Δυνατά σημεία	59
4.3.2. Αδύνατα σημεία	60
4.3.3. Ευκαιρίες	60
4.3.4. Απειλές	60

4.4. Πλεονεκτήματα από τη συμφωνία για την ΠΕΙΡΑΙΩΣ Leasing.....	61
4.5. Πλεονεκτήματα από τη συμφωνία για τον ΟΤΕ.....	61
5. Ανάλυση της Χρηματοοικονομικής Κατάστασης της εταιρίας την περίοδο 1996 – 2001	74
5.1. Δείκτες αποδοτικότητας	75
5.1.1. Δείκτης γενικής αποδοτικότητας	75
5.1.2. Δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας πάγιου ενεργητικού	75
5.1.3. Δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας κυκλοφορούντος ενεργητικού	76
5.1.4. Δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας διαθεσίμων	76
5.1.5. Δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας πελατών	76
5.1.6. Δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων	77
5.1.7. Δείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους	77
5.2. Δείκτες Κάλυψης.....	78
5.2.1. Δείκτης κάλυψης τόκων	78
5.2.2. Δείκτης κάλυψης μερισμάτων	78
5.3. Δείκτες Αποτελεσματικότητας	79
5.3.1. Μέση διάρκεια είσπραξης απαιτήσεων	79
5.3.2. Μέση διάρκεια αποπληρωμής υποχρεώσεων	79
5.4. Δείκτες Ρευστότητας	80
5.4.1. Δείκτης τρέχουσας ρευστότητας	80
5.5. Δείκτες Δανειακής Επιβάρυνσης (Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης).....	81
5.5.1. Δείκτης χρηματοοικονομικής μόχλευσης	81
5.6. Δείκτες Παγιοποίησης Περιουσίας	82
5.7. Δείκτες Χρηματοδότησης Ενεργητικού.....	82
6. Αποτίμηση με τον πολλαπλασιαστή P/E	84
6.1. Αριθμοδείκτες (ΠΕΙΡΑΙΩΣ Leasing)	94
6.2. Οριζόντια Ανάλυση Ισολογισμών & Κ.Α.Χ. ΟΤΕ Leasing A.E. (Μεταβολές σε απόλυτους αριθμούς και Ποσοστά).....	95
6.3. Οριζόντια Ανάλυση Ισολογισμών & Κ.Α.Χ. ΠΕΙΡΑΙΩΣ Leasing (Μεταβολές σε απόλυτους αριθμούς και Ποσοστά).....	100
7. Αποτίμηση με τη μέθοδο των προεξοφλημένων αδέσμευτων ταμιακών ροών (DFCF)	105
7.1. Αδέσμευτες Ταμιακές Ροές της εταιρίας: σύγκριση με άλλους δείκτες μέτρησης εσόδων ¹	105
7.2. Σύγκριση μοντέλων μέτρησης κινδύνου ²	107
7.3. Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (ΜΣΚΚ).....	108
7.3.1. Υπολογισμός ΜΣΚΚ	109
7.3.2. Από το κόστος των ιδίων στο κόστος των ξένων κεφαλαίων	113
7.3.3. Υπολογισμός συντελεστών στάθμισης του ΜΣΚΚ	115
7.4. Υπολογισμός αδέσμευτων ταμιακών ροών.....	116
Αδέσμευτες ταμιακές ροές	117
7.5. Ανάλυση σεναρίων	118
7.6. Ανάλυση ευαισθησίας των οδηγών αξίας.....	125
7.7. Μέτρηση του βαθμού συγκέντρωσης των επιχειρήσεων με το δείκτη H (Herfindahl – Hirschman Index)	129

8. Συμπεράσματα: βασικά δεδομένα που θα έπρεπε να εξεταστούν κατά την αποτίμηση	133
9. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ / ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ.....	136
9.1. Ελληνική, Ξένη Βιβλιογραφία & Αρθρογραφία	136
9.2. Ελληνικά περιοδικά και άρθρα εφημερίδων	139
10. Παράρτημα.....	140
10.1. Αριθμοδείκτες ΟΤΕ Leasing Α.Ε.....	141
10.2. Εξαιρετικές ρυθμίσεις-Συγχωνεύσεις εταιριών.....	142
10.3. Αποτίμηση εμπορικού ονόματος.....	156
10.3.1. Μέθοδοι εκτίμησης εμπορικών σημάτων.....	158
10.3.2. Αξιολόγηση του εμπορικού σήματος για ποιους και για ποιο σκοπό.....	160
10.3.3. Αξιολόγηση του εμπορικού σήματος που χρησιμοποιώντας τη διαφορά των λόγων τιμής προς πωλήσεις.....	162
10.3.4. Αξιολόγηση των εμπορικών σημάτων της Kellogg's και της Coca Cola από τον Damodaran.....	163
10.3.5. Ανάλυση της αποτίμησης του Damodaran.....	164
10.3.6. Μέθοδος αποτίμησης από την Interbrand.....	166
10.3.7. Μέθοδος αποτίμησης από την Financial World.....	169
10.3.8. Μέθοδος αποτίμησης της συμβουλευτικής εταιρίας Hoolihan.....	170
10.3.9. Άλλες μέθοδοι αποτίμησης που χρησιμοποιούν συμβουλευτικές εταιρίες.....	170
10.4. Προσδιοριστικοί παράγοντες της αξίας της εταιρίας.....	172
10.5. Ποιος είναι ο σκοπός αποτίμησης των εμπορικών σημάτων.....	173
10.6. Η αξία του εμπορικού ονόματος ως χρηματοοικονομικό δικαίωμα.....	174
10.7. Λογιστική εμπορικών σημάτων.....	174
10.8. Αξιολόγηση διανοητικού κεφαλαίου.....	175

Ευχαριστίες

Θερμές ευχαριστίες εκφράζονται στον καθηγητή Γεώργιο Αρτίκη, επιτηρητή της διπλωματικής, που με την καθοδήγηση, την εμπειρία και τις ουσιαστικές του υποδείξεις συνέβαλε στην πραγματοποίηση της μελέτης αυτής.

Δημιουργικές κριτικές και προσωπικές απόψεις σχετικά με το θέμα που διαπραγματεύεται στην παρούσα διπλωματική εξέφρασε και ο καθηγητής Ιωάννης Σώρρος, του οποίου οι γνώσεις από την πολυετή επαγγελματική εμπειρία στο χώρο της χρηματοδοτικής μίσθωσης ήταν πολύτιμες.

Σημαντική ήταν η βοήθεια και η συμβολή του συναδέλφου και φίλου Αθανάσιου Δημήτριου για τη συγγραφή του κεφαλαίου που αναφέρεται στα διεθνή λογιστικά πρότυπα.

Τέλος, νιώθω την ανάγκη να ευχαριστήσω την οικογένεια μου που με στήριξε οικονομικά και ηθικά στην προσπάθεια μου.

Περιεχόμενα πινάκων

Πίνακας 1: Ποσοστιαία ανάλυση χαρτοφυλακίου ανά επιχειρηματική δραστηριότητα.....	53
Πίνακας 2: Ποσοστιαία ανάλυση χαρτοφυλακίου ανά διάρκεια συμβάσεων.....	54
Πίνακας 3: Μεριδίο αγοράς ανά είδος εξοπλισμού.....	55
Πίνακας 4: Ποσοστιαία ανάλυση χαρτοφυλακίου ανά γεωγραφική περιοχή.....	56
Πίνακας 5: Οι επιχειρηματικές συμπράξεις του 1999 (Ιανουάριος - Σεπτέμβριος).....	91
Πίνακας 6: Έσοδα ανά μετοχή (Earnings per share) Πειραιώς&ΟΤΕ Leasing....	93
Πίνακας 7: Αριθμοδείκτες Πειραιώς Leasing 1997 – 2001.....	94
Πίνακας 8: Οριζόντια ανάλυση Ισολογισμών και Κ.Α.Χ. της ΟΤΕ Leasing	95
Πίνακας 9: Οριζόντια ανάλυση Ισολογισμών και Κ.Α.Χ. της Πειραιώς Leasing.	100
Πίνακας 10: Αδέσμευτες ταμιακές ροές: σύγκριση με άλλους δείκτες μέτρησης εσόδων.....	105
Πίνακας 11: Σύγκριση μοντέλων μέτρησης κινδύνου.....	107
Πίνακας 12: Αποτελέσματα παλινδρόμησης τιμών μετοχών (Alpha leasing, ETBA leasing, Πειραιώς leasing) και δείκτη Χ.Α.Α.....	110
Πίνακας 13: Βαθμολογία πιστοληπτικής ικανότητας χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.....	114

Πίνακας 14: Υπολογισμός αδέσμευτων ταμιακών ροών.....	117
Πίνακας 15: Φύλλο εργασίας αποτίμησης (προεξόφληση αδέσμευτων ταμιακών ροών) για την ΟΤΕ Leasing, συντηρητικό σενάριο ανάπτυξης για την ΟΤΕ leasing	119
Πίνακας 16: Λειτουργικές σχέσεις λογαριασμών ως ποσοστό των αποτελεσμάτων χρήσεως, συντηρητικό σενάριο ανάπτυξης για την ΟΤΕ leasing.....	121
Πίνακας 17: Υπολογισμοί αποτίμησης συντηρητικού σεναρίου ανάπτυξης για την ΟΤΕ leasing.....	122
Πίνακας 18: Ανάλυση ευαισθησίας των οδηγών αξίας για την ΟΤΕ leasing.....	127
Πίνακας 19: Επιδράσεις στο δείκτη Η (βαθμός συγκέντρωσης των επιχειρήσεων) από τις Ε&Σ στον κλάδο της χρηματοδοτικής μίσθωσης.....	131
Πίνακας 20: Τιμές γενικού δείκτη Χ.Α.Α. και μέσες τιμές μετοχών (Alpha leasing, ETBA leasing, Πειραιώς leasing) 1997 - 2001 (Μ.Ο. ημερήσιων τιμών κλεισίματος ανά μήνα).....	146
Πίνακας 21: Φύλλο εργασίας αποτίμησης (προεξόφληση αδέσμευτων ταμιακών ροών), αισιόδοξο σενάριο ανάπτυξης για την ΟΤΕ leasing.....	148
Πίνακας 22: Λειτουργικές σχέσεις λογαριασμών ως ποσοστό των αποτελεσμάτων χρήσεως, αισιόδοξο σενάριο ανάπτυξης για την ΟΤΕ leasing.....	149
Πίνακας 23: Υπολογισμοί αποτίμησης αισιόδοξου σεναρίου ανάπτυξης για την ΟΤΕ leasing.....	150

Πίνακας 24: Φύλλο εργασίας αποτίμησης (προεξόφληση αδέσμευτων ταμιακών ροών), απαισιόδοξο σενάριο ανάπτυξης για την ΟΤΕ leasing.....	151
Πίνακας 25: Λειτουργικές σχέσεις λογαριασμών ως ποσοστό των αποτελεσμάτων χρήσεως, απαισιόδοξο σενάριο ανάπτυξης για την ΟΤΕ leasing.....	152
Πίνακας 26: Υπολογισμοί αποτίμησης απαισιόδοξου σεναρίου ανάπτυξης για την ΟΤΕ leasing.....	153
Πίνακας 27: Εξαγορές και συγχωνεύσεις (Ε&Σ) μεταξύ εισηγμένων επιχειρήσεων στο Χ.Α.Α. την περίοδο 1999 – 2001.....	154
Πίνακας 28: The most valuable brands in 2000.....	157

Περιεχόμενα διαγραμμάτων

Διάγραμμα 1: Αποτίμηση με προεξόφληση ταμιακών ροών.....	13
Διάγραμμα 2: Γραφική παράσταση παλινδρόμησης.....	18
Διάγραμμα 3: Μήτρα πρόβλεψης υποτίμησης / ανατίμησης μιας επιχείρησης...	34
Διάγραμμα 4: Στάδια κύκλου ζωής των κλάδων σε μία οικονομία.....	48
Διάγραμμα 5: Σύνολο εκμισθωμένων παγίων 1990 – 1999.....	50
Διάγραμμα 6: Μοντέλο M. Porter για τη δομή ενός κλάδου.....	51
Διάγραμμα 7: Σύνολο νέων παγίων ανά εταιρία χρηματοδοτικής μίσθωσης για τη χρήση 1999.....	63
Διάγραμμα 8: Σύνολο νέων παγίων ανά εταιρία χρηματοδοτικής μίσθωσης για τη χρήση 2000.....	64
Διάγραμμα 9: Τομείς επιχειρηματικής δραστηριότητας ανά εταιρία χρηματοδοτικής μίσθωσης για τη χρήση 1999.....	65
Διάγραμμα 10: Τομείς επιχειρηματικής δραστηριότητας ανά εταιρία χρηματοδοτικής μίσθωσης για τη χρήση 2000.....	66
Διάγραμμα 11: Είδος εξοπλισμού ανά εταιρία χρηματοδοτικής μίσθωσης για τη χρήση 1999.....	67

Διάγραμμα 12: Είδος εξοπλισμού ανά εταιρία χρηματοδοτικής μίσθωσης για τη χρήση 2000.....	68
Διάγραμμα 13: Διάρκεια νέων συμβάσεων ανά εταιρία χρηματοδοτικής μίσθωσης για τη χρήση 1999.....	69
Διάγραμμα 14: Διάρκεια νέων συμβάσεων ανά εταιρία χρηματοδοτικής μίσθωσης για τη χρήση 2000.....	70
Διάγραμμα 15: Γεωγραφική κατανομή νέων συμβάσεων ανά εταιρία χρηματοδοτικής μίσθωσης για τη χρήση 1999.....	71
Διάγραμμα 16: Γεωγραφική κατανομή νέων συμβάσεων ανά εταιρία χρηματοδοτικής μίσθωσης για τη χρήση 2000.....	72
Διάγραμμα 17: Διαχρονική εξέλιξη πωλήσεων και κερδών για την Πειραιώς leasing, 1997 – 2001.....	88
Διάγραμμα 18: Διαχρονική εξέλιξη πωλήσεων και κερδών για την ΟΤΕ leasing, 1997 – 2001.....	88
Διάγραμμα 19: Κατανομή τυπικών σφαλμάτων συντελεστών βήτα (beta coefficient) για τις εισηγμένες εταιρίες χρηματοδοτικής μίσθωσης.....	111
Διάγραμμα 20: Διαχρονική εξέλιξη τιμών μετοχών για το χρονικό διάστημα 1997 – 2001 (Γενικός δείκτης Χ.Α.Α., Alpha leasing, ETBA leasing, Πειραιώς leasing).....	112

1. Εισαγωγή

Οι επιχειρήσεις στη σύγχρονη εποχή της παγκοσμιοποίησης, της ελεύθερης κίνησης κεφαλαίων, προϊόντων και ανθρώπων και του έντονου ανταγωνισμού συνειδητοποίησαν ότι η ανάπτυξη και επέκταση σε νέες αγορές αλλά και για ορισμένες ακόμα και η επιβίωση στις εγχώριες δεν ήταν δυνατό να γίνει χωρίς τη σύναψη συμφωνιών συνεργασίας, εξαγορών και συγχωνεύσεων. Ωστόσο, όπως καταλήγει μία πολύ πρόσφατη έρευνα του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών μόλις 6 στις 10 επιχειρήσεις αυξάνουν την αξία τους μετά από Ε&Σ εξετάζοντας την περίοδο 1996-1999 (Το ΒΗΜΑ, 19 Μαΐου 2002)¹.

Σε όλες όμως τις προηγούμενες περιπτώσεις απαιτείται η γνώση της αξίας των εταιρειών που εμπλέκονται στις Ε&Σ (εξαγορές και συγχωνεύσεις) και η σωστή αποτίμησή τους. Αποτίμηση χρειάζεται επίσης, όταν μία επιχείρηση φθάνει στα πρόθυρα χρεοκοπίας και επέρχεται η ρευστοποίησή της αλλά και σε οποιοδήποτε χρονικό σημείο αποφασιστεί ότι θα ήταν χρήσιμος ο προσδιορισμός της αξίας της επιχείρησης (Pratt, Reilly, Schweih, Valuing a business, 1996)².

Σκοπός αυτής της εργασίας είναι η παρουσίαση των πιο σημαντικών θεμάτων από τη βιβλιογραφία της αποτίμησης επιχειρήσεων. Στο πρώτο μέρος, παραθέτονται και περιγράφονται οι επικρατέστεροι μέθοδοι αξιολόγησης μιας επιχείρησης (Προεξοφλημένων Αδέσμευτων Ταμιακών Ροών, Μέθοδος των Πολλαπλασιαστών), ενώ στο τέλος γίνεται μία κριτική σύγκριση των μεθόδων αυτών. Στη συνέχεια γίνεται μία σύνοψη των κανόνων που προβλέπονται από τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα αναφορικά με τις εξαγορές και τις συγχωνεύσεις και τέλος, επιχειρείται η αποτίμηση της ΟΤΕ leasing, που προσφάτως (Νοέμβριος 2001)³ πουλήθηκε και ενσωματώθηκε στον όμιλο της τράπεζας Πειραιώς, χρησιμοποιώντας τη μέθοδο των προεξοφλημένων αδέσμευτων ταμιακών ροών (ΠΑΤΡ) και τη μέθοδο του P/E.

Βιβλιογραφία κεφαλαίου 1

1. Το ΒΗΜΑ, Εξαγορές & Συγχωνεύσεις, έρευνα ΑΣΟΕΕ, Β.Παπαδάκης, Μάιος 2002
2. Pratt P. Shannon, Reilly F. Robert, Schweihs, Valuing a business, 3rd edition, Mc Graw Hill, 1996
3. Ναυτεμπορική, Hellenic Telecom Organization S.A.: OTE announces the sale of its subsidiary OTE leasing, 11/12/2001

2. Ανασκόπηση βιβλιογραφίας

Κατά τη διάρκεια των δύο τελευταίων δεκαετιών, η ανάγκη για προσδιορισμό της αξίας μιας επιχείρησης μεγαλώνει καθώς αυξάνονται και οι συμφωνίες εξαγορών και συγχωνεύσεων. Παράλληλα αναπτύσσονται και οι κατάλληλες τεχνικές προκειμένου να γίνει η αποτίμηση αντικειμενική, ακριβής και σύμφωνα με την τρέχουσα αξία της. Ανάμεσα στις μεθόδους που έχουν χρησιμοποιηθεί από διεθνείς οίκους αξιολόγησης μέχρι τώρα βρίσκονται και οι μέθοδοι των πολλαπλασιαστών και κυρίως του P/E, των προεξοφλημένων Καθαρών Ταμιακών Ροών (ΠΑΤΡ) και της αποτίμησης με τη χρήση χρηματοοικονομικών δικαιωμάτων. Οι απόψεις που έχουν αναπτυχθεί και οι αποτιμήσεις που έχουν γίνει και υπάρχουν στη σύγχρονη βιβλιογραφία είναι οι εξής:

Οι Miller και Modigliani (1961¹,1963²) ήταν οι πρώτοι οι οποίοι μίλησαν για αποτίμηση εταιριών και ανέπτυξαν δύο μεθόδους. Η πρώτη χρησιμοποιεί το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου για την προεξόφληση των μελλοντικών ταμιακών ροών που προβλέπεται να υπάρξουν δίνοντας όμως έμφαση στις συσσωρευμένες αποδόσεις των επενδύσεων της εταιρίας και σε ένα ρυθμό ανάπτυξης των επενδύσεων κανονικοποιημένο από τα καθαρά λειτουργικά κέρδη της εταιρίας μετά την αφαίρεση των φόρων. Η δεύτερη μέθοδος αποτίμησης που χρησιμοποίησαν κεφαλαιοποιούσε μελλοντικές ταμιακές ροές μετά φόρων με το κόστος κεφαλαίου μιας εταιρίας χωρίς χρέος, χωρίς δηλαδή ξένα κεφάλαια, (χωρίς χρηματοοικονομική μόχλευση) και στην οποία έχουν προστεθεί ορισμένα οφέλη όπως είναι τα οφέλη που προκύπτουν από την εξοικονόμηση φόρων. Έτσι, ονομάστηκε η μέθοδος της προσαρμοσμένης παρούσας αξίας. Οι Miller και Modigliani προεξόφλησαν τις προσαρμογές που προαναφέραμε με το μετά φόρων κόστος κεφαλαίου της εταιρίας.

Αντίθετα οι Kaplan και Ruback (1995)³, στην εμπειρική τους ανάλυση για το θέμα των αποτιμήσεων, προεξοφλούν τις ίδιες προσαρμογές των Miller και Modigliani με το κόστος κεφαλαίου εταιριών χωρίς χρηματοοικονομική μόχλευση. Έτσι, τη μέθοδο που χρησιμοποίησαν την ονόμασαν συμπιεσμένη μέθοδος προσαρμοσμένης παρούσας αξίας. Οι Kaplan και Ruback έκαναν προβλέψεις για

την πραγματική αξία μελλοντικών συναλλαγών της εταιρίας από ένα δείγμα 51 συναλλαγών υψηλής μόχλευσης. Το πόρισμα της έρευνας τους ανέφερε ότι το 60 % της εκατό των προβλέψεων που είχαν κάνει βρισκόταν μέσα στο 15% της εκατό της πραγματικής αξίας των συναλλαγών με ένα συνολικό μέσο στατιστικό σφάλμα της τάξεως του 15% της εκατό.

Οι Gibson, Hotchkiss και Ruback (2000)⁴, αργότερα χρησιμοποιώντας το ίδιο υπόδειγμα και τη μεθοδολογία των παρόμοιων εταιριών (μέθοδος των πολλαπλασιαστών) βρήκαν ότι από ένα δείγμα 63 επιχειρήσεων το στατιστικό σφάλμα που προέκυπτε ήταν μεγαλύτερο από αυτό των Kaplan και Ruback, ενώ η μέθοδος των προεξοφλημένων καθαρών ταμιακών ροών αποδεικνυόταν περισσότερο ακριβής από αυτή των πολλαπλασιαστών.

Έπειτα από τη μελέτη αυτών και άλλων μελετών και μεθόδων, οι Martin και Petty (2000)⁵ συμπέραναν ότι όλοι κατέληγαν σε μεγάλα σφάλματα πρόβλεψης, αλλά η χρησιμοποίησή τους στην πράξη βοηθάει τις επιχειρήσεις να βελτιώσουν την αποδοτικότητά τους. Οι οικονομικές διακυμάνσεις και οι αντιδράσεις των ανταγωνιστριών επιχειρήσεων προκαλούν σφάλματα στις εκτιμήσεις των αποτιμήσεων. Ωστόσο, η αναγνώριση των προσδιοριστικών παραγόντων της αξίας (value drivers) καθίσταται χρήσιμη στις επιχειρήσεις προκειμένου να αναθεωρήσουν και να τροποποιήσουν εγκαίρως πολιτικές και πρακτικές.

Επιπλέον, αρκετά βιβλία χρηματοοικονομικής διοίκησης χρησιμοποιούν την προεξόφληση των μελλοντικών μερισμάτων μιας εταιρίας για τον προσδιορισμό της αξίας της, κάτω βεβαίως από ορισμένες υποθέσεις (Lamdin, 2000)⁶. Ωστόσο, αυτά τα υποδείγματα απαιτούν τροποποιήσεις σχετικά με τις επαναγορές μετοχών.

Στην αποτίμηση του Damodaran A. των τεχνολογικών εταιριών Amazon, Ariba, Cisco, Motorola και Rediff.com (2000)⁷ χρησιμοποιείται η μέθοδος των προεξοφλημένων Καθαρών Ταμιακών Ροών. Η αξία μιας επιχείρησης ισοδυναμεί με την παρούσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών ταμιακών ροών κατά τη διάρκεια της ζωής της. Ιδιαίτερη προσοχή δίδεται σε θέματα μεταχείρισης αναφορικά με την αποτίμηση, μισθωμάτων, ομολογιακών δανείων,

χρηματοοικονομικών δικαιωμάτων, τραπεζικών δανείων και προνομιούχου μετοχικού κεφαλαίου.

Οι Looser U. και Schläpfer B. της McKinsey & Company, στην έρευνά τους (2001)⁸ για την αποτίμηση start up επιχειρήσεων, κυρίως τεχνολογικών οι οποίες αναπτύσσονται με ταχύτατους ρυθμούς και δεν έχουν ούτε ιστορικά στοιχεία αλλά είναι και αρκετά δύσκολο να βρεθεί συγκρίσιμη εταιρία κάτι που θα βοηθούσε στην αποτίμησή της, κάνουν χρήση δύο μεθόδων, των ATP και των πολλαπλασιαστών για την αποτίμηση του παροχέα υπηρεσιών Internet CityScape. Αυτό που ενδιαφέρει τους επενδυτές δεν είναι η αξία των παγίων της εταιρίας αλλά οι ταμιακές ροές που μπορούν να δημιουργήσουν γιατί άλλωστε με μετρητά πληρώνονται και οι ίδιοι. Για τις συγκεκριμένες όμως εταιρίες χρησιμοποιείται μεγάλο προεξοφλητικό επιτόκιο λόγω του αυξημένου κινδύνου που αντιμετωπίζουν οι start up επιχειρήσεις. Ένα άλλο σημείο που θίγουν οι Looser και Schläpfer είναι ότι επειδή οι τεχνολογικές νεοσύστατες εταιρίες έχουν αρχικά αρνητικές ταμιακές ροές η χρήση πολλαπλασιαστών όπως το P/E καθίσταται επιτακτική. Έτσι, χρησιμοποιώντας το P/E ομοειδούς εταιρίας, πολλαπλασιάζοντάς το με το αποτέλεσμα χρήσης που προβλέπεται να έχει η επιχείρηση στο τέλος του χρονικού ορίζοντα επένδυσης και προεξοφλώντας το με επιτόκιο που αντιπροσωπεύει το συνολικό κίνδυνο που ενέχει η επένδυση στην εν λόγω εταιρία υπολογίζεται η αξία της.

Οι Copeland T., Koller T. και Murrin J. της McKinsey & Company στην αποτίμηση της Heineken (2000)⁹ αφού πρώτα αναλύουν ιστορικά την απόδοση της εταιρίας και το περιβάλλον στο οποίο δραστηριοποιούνται προκειμένου να εκτιμήσουν τις προβλέψεις των ταμιακών ροών, στη συνέχεια προσδιορίζουν το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου με το οποίο προεξοφλούν τις ταμιακές ροές ενώ τέλος προσθέτουν και την προεξοφλημένη αξία που θα έχει η εταιρία πέρα από το σημείο όπου φθάνουν οι προβλέψεις υποθέτοντας ότι από εκεί και ύστερα η εταιρία θα έχει σταθερούς ρυθμούς ανάπτυξης.

Επιπλέον, στην αποτίμηση που πραγματοποιούν για την Hershey Foods (2000) χρησιμοποιούν τόσο τις προεξοφλημένες ATP όσο και την προσαρμοσμένη παρούσα αξία και τη μέθοδο του χρηματοοικονομικού κέρδους. Η πρώτη

μέθοδος εφαρμόζεται ομοίως όπως περιγράψαμε στην προηγούμενη παράγραφο. Η διαφορά των δύο πρώτων έγκειται στο ότι η δεύτερη υπολογίζει ξεχωριστά την αξία που προέρχεται από τις λειτουργίες της επιχείρησης και ξεχωριστά την αξία που δημιουργείται από την έκπτωση από το φορολογητέο εισόδημα που απορρέει από τη χρηματοδότηση με ξένα κεφάλαια. Αυτό το μοντέλο έρχεται σε πλήρη ευθυγράμμιση με την άποψη των MM που υποστήριξαν στο τέλος του 1950 και στις αρχές του 1960 ότι σε έναν κόσμο χωρίς φόρους η αξία της επιχείρησης, δηλαδή το άθροισμα του χρέους και των ιδίων κεφαλαίων, είναι ανεξάρτητη της κεφαλαιακή της δομή. Η μέθοδος του χρηματοοικονομικού κέρδους από την άλλη μεριά, προσδιορίζει την αξία προεξοφλώντας το γινόμενο του επενδεδυμένου κεφαλαίου και του spread μεταξύ της απόδοσης των κεφαλαίων επένδυσης και του ΜΣΚΚ κάθε χρόνο δίνοντας μια καλύτερη εικόνα ετησίως γιατί οι ταμιακές ροές μπορεί ενώ τη μία χρονιά να προκύψουν ότι είναι υψηλές όμως αυτό μακροχρόνια να αποδειχθεί εις βάρος των μελλοντικών ταμιακών ροών.

Μία πιο πρόσφατη μελέτη που έγινε από απόφοιτους MBA του γνωστού γαλλικού πανεπιστημίου INSEAD¹⁰ αναδεικνύει τη χρησιμότητα της χρησιμοποίησης των χρηματοοικονομικών δικαιωμάτων στην αποτίμηση και συγκεκριμένα στην αποτίμηση της Amazon.com. Η μέθοδος έχει πέντε στάδια: πρώτον, σχηματίζεται μία ομάδα στοχαστικών διαφορικών εξισώσεων με σκοπό να συμπεριλάβει εκείνες τις παραμέτρους που δημιουργούν αξία στην επιχείρηση. Στο δεύτερο στάδιο, γίνονται οι εκτιμήσεις των τιμών των παραμέτρων αυτών και στη συνέχεια λύνεται το σύστημα των εξισώσεων κάνοντας χρήση των μεθόδων προσομοίωσης Monte Carlo. Τέλος, το μοντέλο ελέγχεται με ανάλυση ευαισθησίας και εάν κριθεί σκόπιμο το μοντέλο μετασχηματίζεται και επιλύεται από την αρχή, από το πρώτο στάδιο. Για τεχνολογικές εταιρίες που τουλάχιστον τα πρώτα χρόνια ζωής της εταιρίας τα κεφάλαια προέρχονται από ίδια κεφάλαια η λειτουργία τους προσεγγίζει πολύ και αναλογικά τη λειτουργία ενός χρηματοοικονομικού δικαιώματος εάν η εταιρία επιτύχει ή εάν οδηγηθεί σε πτώχευση. Έτσι, λοιπόν, ανάλογα με τις προσδοκίες που έχει ο κάθε επενδυτής είτε κρατά το δικαίωμα πώλησης, δηλαδή τις μετοχές

της εταιρίας, με την προοπτική να το πουλήσει στην τιμή άσκησης στο μέλλον, είτε το πουλάει στην παρούσα τιμή και χρόνο, είτε το ανανεώνει προκειμένου να το πουλήσει ακόμα αργότερα όπου ενδεχομένως να αναμένει ότι θα του αποφέρει μεγαλύτερη απόδοση.

Εμείς χρησιμοποιούμε τη μέθοδο των προεξοφλημένων καθαρών ταμιακών ροών καθώς και των πολλαπλασιαστών (P/E) για χάριν καλύτερης επαλήθευσης αλλά και ελέγχου των αποτελεσμάτων από ότι θα είχαμε εάν χρησιμοποιούσαμε μόνο μία μέθοδο.

2.1. Σύγκριση βασικών μεθόδων αποτίμησης

Όπως, αναφέραμε προηγουμένως οι μέθοδοι αποτίμησης που χρησιμοποιούνται περισσότερο είναι η μέθοδος των προεξοφλημένων αδέσμευτων ταμιακών ροών (ΠΑΤΡ), το P/E και η αποτίμηση με χρήση των χρηματοοικονομικών δικαιωμάτων. Αυτές είναι και οι καλύτερες από άποψη αξιοπιστίας εξαγωγής συμπερασμάτων αλλά και ενσωμάτωσης όλης της διαθέσιμης πληροφόρησης και η απεικόνιση των οικονομικών στοιχείων σε τρέχουσες τιμές. Σε αυτό το σημείο θα παρουσιάσουμε τα θετικά και τα αρνητικά κάθε μεθόδου αν και η τελική επιλογή όπως θα δούμε εξαρτάται από τον τύπο της εταιρίας, τους ρυθμούς ανάπτυξης, τους κινδύνους που αντιμετωπίζει αλλά και την αποτελεσματικότητα της αγοράς στην οποία διαπραγματεύεται η μετοχή της.

2.1.1 Προεξοφλημένες αδέσμευτες ταμιακές ροές

Η μέθοδος πλεονεκτεί καθώς εντοπίζει τα value drivers της επιχείρησης (ρυθμό ανάπτυξης, ATP, ΜΣΚΚ, ROIC), αναλύει την απόδοσή της στο παρελθόν και κάνει προβλέψεις για την αξία που αναμένεται να αποφέρει στο μέλλον σύμφωνα πάντα και με τα γενικότερα μακροοικονομικά στοιχεία της οικονομίας και τις τάσεις του κλάδου. Επίσης, θετικό στοιχείο αποτελεί και το ότι οι ATP δεν επηρεάζονται από το μέγεθος του χρέους αφού αυτό αφαιρείται μετά για να φθάσουμε στην αξία του μετοχικού κεφαλαίου. Το χρέος είναι κάτι που

υπολογίζεται δύσκολα καθώς είναι ευμετάβλητο από περίοδο σε περίοδο και μπορεί να πάρει πολλές μορφές όπως είναι οι ομολογίες, τα τραπεζικά δάνεια και οι μετατρέψιμες ομολογίες. Τέλος, η μέθοδος των ΠΑΤΡ υπερτερεί έναντι των άλλων προεξοφλημένων μερισμάτων και κερδών ανά μετοχή καθώς λαμβάνει υπόψη της όλες τις χρηματοροές της επιχείρησης.

Στα αρνητικά της μεθόδου είναι το γεγονός ότι χρειάζεται πολύ πληροφόρηση έγκυρη και έγκαιρη και ότι ο αναλυτής είναι απαραίτητο να καταστρώσει σενάρια (αισιόδοξο, κανονικό και απαισιόδοξο) και να κάνει ανάλυση ευαισθησίας προκειμένου να συμπεριλάβει το στοιχείο της αβεβαιότητας. Ακόμα, η μέθοδος δεν ενδείκνυται για νεοσύστατες εταιρίες, εταιρίες με αρνητικά κέρδη και χωρίς όμοιες με αυτές, δηλαδή κυρίως για τεχνολογικές εταιρίες. Αυτό συμβαίνει γιατί, καθίσταται αδύνατη η ανάλυση ιστορικών οικονομικών στοιχείων και κατ'επέκταση η δυνατότητα αξιόπιστων προβλέψεων.

2.1.2. Πολλαπλασιαστής P/E

Πρόκειται για μία μέθοδο η οποία είναι απλή στη χρήση και στην κατανόησή της ενώ οι τιμές που χρησιμοποιεί διαμορφώνονται σε οργανωμένες αγορές, τις χρηματιστηριακές, είναι τρέχουσες και σύμφωνες με τους νόμους της προσφοράς και της ζήτησης.

Αυτό το τελευταίο όμως αποτελεί και το αρνητικό της καθώς οι αγορές αποδεδειγμένα είναι ικανές να κάνουν λανθασμένες αποτιμήσεις, είναι δηλαδή όπως λέμε μη αποτελεσματικές. Επίσης, η λειτουργία της μεθόδου βασίζεται στην ύπαρξη όμοιων εταιριών κάτι το οποίο είναι δύσκολο να προσδιοριστεί στην πράξη. Επιπλέον, ο υπολογισμός των κερδών ανά μετοχή γίνεται συχνά θύμα της δημιουργικής λογιστικής με αποτέλεσμα την αλλοίωση των συμπερασμάτων. Γενικά, πάντως, τόσο το P/E όσο και οι ATP επηρεάζονται από τα ίδια value drivers που αναφέραμε πιο πάνω. Μία άλλη προσέγγιση για την εκτίμηση του P/E είναι η παλινδρόμηση χρησιμοποιώντας το P/E ως εξαρτημένη μεταβλητή και τα value drivers ως ανεξάρτητες. Όμως, και αυτή παρουσιάζει προβλήματα ως προς την ύπαρξη γραμμικής σχέσης μεταξύ των μεταβλητών καθώς και όλα τα

άλλα που προκύπτουν από την παραβίαση των στοχαστικών υποθέσεων (ύπαρξη ετεροσκεδαστικότητας, αυτοσυσχέτισης, πολυσυγγραμμικότητας). Η χρήση της μεθόδου αυτής δεν ενδείκνυται για σύγκριση επιχειρήσεων μεταξύ χωρών γιατί οι αστάθμητοι παράγοντες είναι πολλοί και διαφέρουν από χώρα σε χώρα. Η χρήση άλλων πολλαπλασιαστών όπως το P/E/G παρουσιάζει επίσης μειονεκτήματα όπως το ότι οι συγκρίσιμες επιχειρήσεις που θα επιλεγούν πρέπει να έχουν τον ίδιο ρυθμό ανάπτυξης εσόδων / κερδών. Ενώ, η χρήση του πολλαπλασιαστή P/S δύναται να παραπλανήσει λόγω των διαφορετικών πολιτικών κόστους που εφαρμόζουν οι επιχειρήσεις που θα χρησιμοποιηθούν ως όμοιες.

2.1.3. Χρηματοοικονομικά δικαιώματα (options)

Πλεονέκτημα της μεθόδου είναι το ότι μπορεί να συμπεριλάβει στην ανάλυση αποτίμησης την αβεβαιότητα που αντιμετωπίζει μία επιχείρηση προσδίδοντας έτσι ευελιξία στην εφαρμογή της. Επίσης, από τον μαθηματικό τύπο που χρησιμοποιείται φαίνεται και εξηγείται καθαρά η διάσταση συμφερόντων που υπάρχει μεταξύ μετόχων και δανειστών.

Τα μειονεκτήματα της μεθόδου είναι ότι ο καθορισμός των πιθανοτήτων είναι υποκειμενικός ενώ το όλο υπόδειγμα βασίζεται σε μη ρεαλιστικές υποθέσεις όπως αυτή του ότι υπάρχουν δύο είδη χρηματοδοτήσεων (μέτοχοι και δανειστές), ενώ και οι δανειστές είναι μιας κατηγορίας αυτής των zero coupon non convertible bonds.

Αυτές είναι οι μέθοδοι με τα θετικά και τα αρνητικά τους, από τις οποίες θα αναλύσουμε τη λειτουργία των ΠΑΤΡ και του πολλαπλασιαστή P/E ξεκινώντας στην επόμενη ενότητα με αυτή των ΠΑΤΡ. Η μέθοδος των options είναι αρκετά καινούρια και δεν έχει δοκιμαστεί ακόμα επαρκώς στην πράξη ενώ παράλληλα είναι και αρκετά δύσκολη και πολύπλοκη στην εφαρμογή της.

2.2. Προβλήματα κατά τη διαδικασία αποτίμησης

Η τιμή την οποία πρέπει να πληρώσει ο αγοραστής μιας επιχείρησης δεν αντιπροσωπεύει αναγκαστικά και την αξία αυτής της επιχείρησης. Το χρηματικό ποσό που πρέπει να καταβληθεί για την εξαγορά είναι εκείνο το ποσό το οποίο απαιτείται για να γίνει η συναλλαγή τη δεδομένη χρονική στιγμή κάτω από τις συγκεκριμένες συγκυρίες όπως είναι για παράδειγμα ο αριθμός των ενδιαφερόμενων αγοραστών, η ρευστότητα της επιχείρησης, το χρονικό περιθώριο για τη συναλλαγή, οι διαπραγματευτικές ικανότητες των εμπλεκόμενων μερών, η ευκολία εισόδου σε ένα κλάδο και η συγκεντροποίηση του κλάδου. Από την άλλη μεριά, η αξία αποδεικνύεται μόνο διαχρονικά από την πορεία της επιχείρησης (Fisher & Uri 1991)¹¹.

Η ανάλυση για τον προσδιορισμό της αξίας της εξαγοράζουσας επιχείρησης πρέπει να περιλαμβάνει εξέταση των ιστορικών χρηματοοικονομικών στοιχείων, των τάσεων του κλάδου αναφορικά με τις εξαγορές και συγχωνεύσεις, άλλων παραπλήσιων πράξεων στον ίδιο κλάδο, τα κίνητρα και τους στόχους των δύο συναλλασσομένων. Για ένα σωστό υπολογισμό και εκτίμηση της αξίας που αναμένεται να αποφέρει μια επιχείρηση στο μέλλον είναι απαραίτητη: **α)** η χρήση εργαλείων πρόβλεψης όπως είναι οι προεξοφλημένες καθαρές ταμιακές ροές, **β)** η γνώση της κατάστασης που επικρατεί στην κεφαλαιαγορά και η αποτελεσματικότητά της, **γ)** η κατανόηση και χρήση του κατάλληλου κόστους ευκαιρίας που έχουν τα κεφάλαια της επιχείρησης που κάνει την εξαγορά, **δ)** η εκτίμηση των προβλεπόμενων συνεργιών που αναμένεται να πραγματοποιηθούν μετά την εξαγορά και **ε)** η γνώση συγκεκριμένων παραμέτρων της συναλλαγής (Ranking, 1997)¹².

Όπως αναφέραμε προηγουμένως, αξία μιας επιχείρησης είναι η παρούσα αξία των ταμιακών ροών που προβλέπεται να έχει η επιχείρηση τα επόμενα χρόνια της ζωής της. Ωστόσο, το βέλτιστο θα ήταν η αξία των επιχειρήσεων να προσδιορίζεται σε μία αγορά όπως είναι το χρηματιστήριο όπου η προσφορά και η ζήτηση των πωλητών και των αγοραστών αντίστοιχα θα καθόριζαν την τιμή μιας ενδεχόμενης εξαγοράς. Οι περισσότεροι αναλυτές εργάζονται για μία έγκυρη

πρόβλεψη των κερδών ανά μετοχή προκειμένου να αξιολογήσουν την απόδοση μιας εταιρίας ικανοποιώντας το στόχο της που δεν είναι άλλος από τη μεγιστοποίηση της αξίας των μετόχων. Όμως, αυτό υποθέτει ότι οι κεφαλαιαγορές αντανακλούν εγκαίρως όλη τη δυνατή πληροφόρηση στις τιμές των μετοχών (υπόθεση αποτελεσματικής – ορθολογικής αγοράς), ότι δεν υπάρχει δημιουργική λογιστική στον καθορισμό των ΚΑΜ (κερδών ανά μετοχή) ή ότι η αγορά μπορεί και το αντιλαμβάνεται εξάγοντας τα σωστά συμπεράσματα, ότι η αγορά ανταμείβει τα μακροχρόνια αποτελέσματα και τις βιώσιμες επιχειρήσεις και ότι η αξιολόγηση συνδέεται άμεσα και προς την ίδια κατεύθυνση με την απόδοση των επενδεδυμένων κεφαλαίων (ROIC) και του ρυθμού ανάπτυξης της εταιρίας. Εύλογο είναι λοιπόν να στηριχθούμε για τον προσδιορισμό της αξίας μιας επιχείρησης στην πρόβλεψη των προεξοφλημένων ταμιακών ροών και όχι των ΚΑΜ που προϋποθέτει όλες τις παραπάνω μη ρεαλιστικές υποθέσεις (Jackson, 1996)¹³.

Βέβαια ένας σημαντικός παράγοντας που πρέπει να λάβουμε υπόψη μας όπως ειπώθηκε παραπάνω, είναι και ο υπολογισμός των αναμενόμενων συνεργιών όπως είναι η συμπληρωματικότητα των δικτύων, της τεχνολογίας, των εργασιών και προϊόντων των επιχειρήσεων, οι οικονομίες κλίμακας, φορολογικά οφέλη κ.ά.. Αυτό άλλωστε είναι και λογικό καθώς όταν μία επιχείρηση εξαγοράζει μία άλλη ένα επιπλέον όφελος που θα πρέπει να προσμετρηθεί στην τιμή πώλησης είναι και οι αναμενόμενες συνέργιες που θα προκύψουν. Στην πράξη όμως, αυτό είναι δύσκολο γιατί ο εξαγοράζων σε καμία περίπτωση δεν είναι διατεθειμένος να μοιραστεί τέτοιου είδους πληροφόρηση ενώ από την άλλη και ο υπολογισμός αυτός καθαυτός των συνεργιών είναι δυσκολότατος με αποτέλεσμα πολλές εξαγορές να αποτυγχάνουν επειδή υπερεκτιμήθηκαν οι συνέργιες και καταβλήθηκε μεγαλύτερο ποσό από αυτό που θα έπρεπε (Copeland, Murrin, Koller, 2000)¹⁴.

Ένα άλλο στοιχείο στο οποίο πρέπει να δοθεί έμφαση είναι και η χρήση του κατάλληλου προεξοφλητικού επιτοκίου με το οποίο θα φέρουμε τις μελλοντικές ταμιακές ροές της επιχείρησης στο παρών για να υπολογίσουμε την αξία της λαμβάνοντας υπόψη τη διαχρονική αξία του χρήματος. Το μέσο σταθμικό κόστος

κεφαλαίου κρίνεται το καταλληλότερο για αυτήν την περίπτωση, γιατί αντιπροσωπεύει τον κίνδυνο των περιουσιακών στοιχείων και επομένως την αβεβαιότητα και το μέγεθος των ταμιακών ροών που προβλέπεται να προκύψουν από αυτά. Το κόστος κεφαλαίου είναι η τιμή που πρέπει να πληρώσει η επιχείρηση για να πείσει τους προμηθευτές κεφαλαίων να επενδύσουν στην εταιρία. Από τα παραπάνω συμπεραίνουμε ότι με το να χρησιμοποιήσουμε το κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης που πράττει την εξαγορά επικεντρώνουμε το ενδιαφέρον σε λάθος σύνολο κινδύνων. Βέβαια, αυτό εξαρτάται και από το εάν η επιχείρηση θα χρησιμοποιήσει τα πάγια και τον εξοπλισμό της εξαγοράζουσας ή θα τα πουλήσει δημιουργώντας μία ταμιακή εισροή στο χρόνο της συναλλαγής. Εάν λοιπόν δεν πουληθούν, τότε ενδεχομένως θα ήταν πιο σωστό να χρησιμοποιηθεί το κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης που εξαγοράζει γιατί πλέον αυτή θα είναι ο ιδιοκτήτης των περιουσιακών στοιχείων της εξαγοράζουσας και η χρηματοδότηση των επενδύσεών της θα γίνεται με το δικό της κόστος κεφαλαίου.

Επιπλέον, μερικά ακόμα ερωτήματα που τίθενται για τη σωστή αξιολόγηση είναι και η αποτίμηση της υπεραξίας της εξαγοράζουσας επιχείρησης, της επωνυμίας, των πατέντων που έχει αποκτήσει καθώς και οι διάφορες αναπροσαρμογές των παγίων που έχουν κατά καιρούς πραγματοποιηθεί ενώ σε περίπτωση που δεν έχουν γίνει για αρκετό χρονικό διάστημα απαιτείται ο υπολογισμός της τρέχουσας αξίας τους προκειμένου να συμπεριληφθεί στην ολική αποτίμηση της επιχείρησης.

Επομένως, από τα προηγούμενα εξάγουμε το συμπέρασμα ότι η αποτίμηση είναι μία διαδικασία αρκετά επίπονη και πολύπλοκη, κατά τη διάρκεια της οποίας πρέπει να γίνει προσεκτική μελέτη όλων των διαθέσιμων στοιχείων ποσοτικών και ποιοτικών, η εξέταση σε βάθος ορισμένων προβλημάτων και υποθέσεων που παρουσιάστηκαν παραπάνω και τέλος να γίνει η επιλογή της μεθόδου αποτίμησης ή ακόμα και η επιλογή δύο μεθόδων προκειμένου να επαληθευθεί ή να αμφισβητηθεί το αποτέλεσμα.

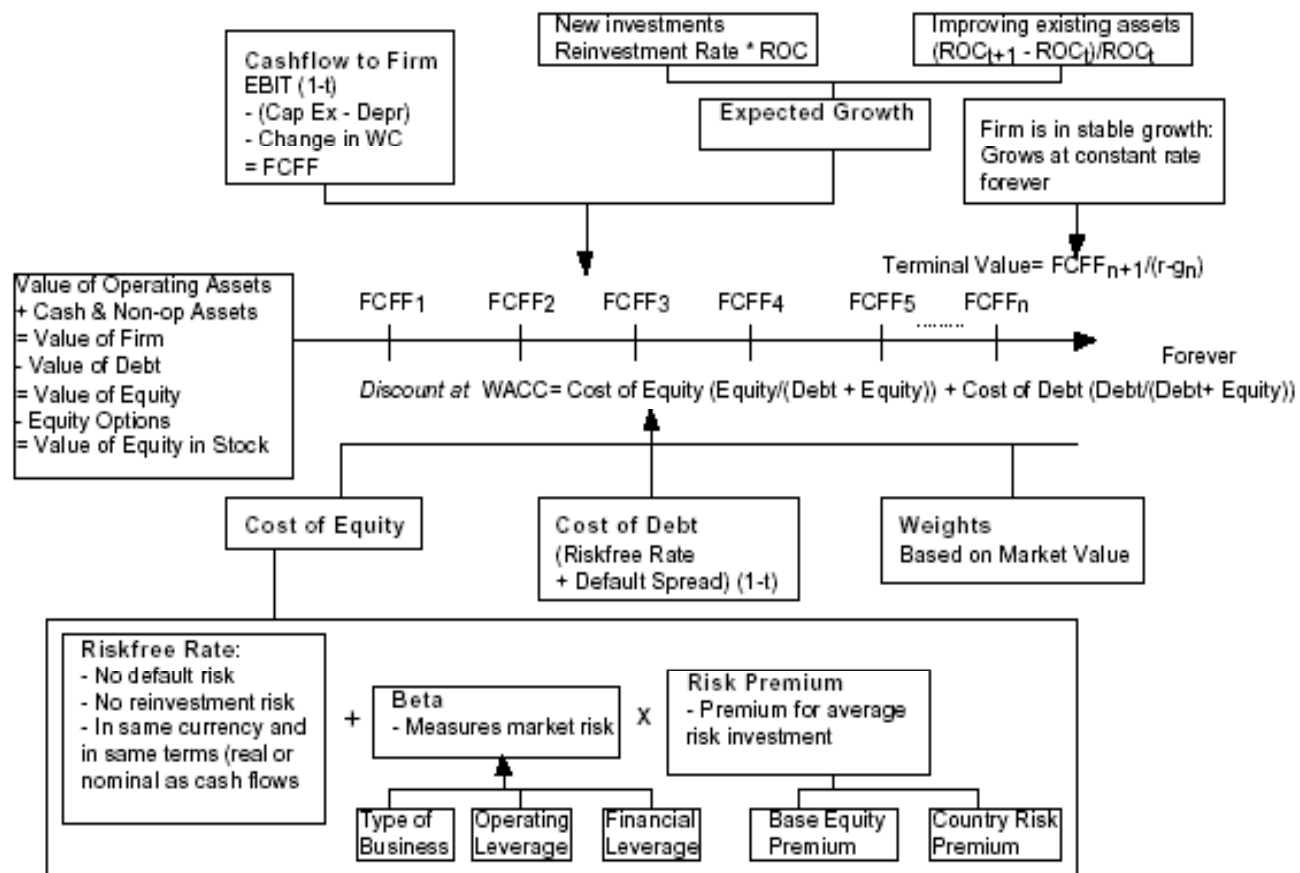
2.3 Μέθοδος των Προεξοφλημένων Καθαρών Ταμιακών Ροών

Η μέθοδος ορίζει την αξία της επιχείρησης ως την παρούσα αξία των αναμενόμενων ταμιακών ροών που προβλέπεται να αποφέρει, προεξοφλημένες με το κατάλληλο κόστος κεφαλαίου που αντιπροσωπεύει τις πηγές αλλά και το κόστος της χρηματοδότησης που λαβαίνει η υπό εξέταση επιχείρηση (Damodaran Aswath, 2002)¹⁵. Αρχίζουμε με τον υπολογισμό του απαραίτητου προεξοφλητικού επιτοκίου και έπειτα θα ασχοληθούμε με τις ATP και την αποτίμηση των λεγόμενων υβριδικών χρεογράφων (μετατρέψιμα ομόλογα, προνομιούχες μετοχές, ομολογίες με πιστοποιητικά αγοράς μετοχών). Ωστόσο, σαν μέτρο της απόδοσης θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί αντί για τις ATP, ο δείκτης προστιθέμενης οικονομικής αξίας (EVA) ή τα καθαρά από φόρους κέρδη (NOPAT)(O'Byrne, EVA and its critics)¹⁶. Ο παρακάτω πίνακας απεικονίζει συνοπτικά τις εισροές και τη διαδικασία της μεθόδου των ΠΑΤΡ.

Αρχικά, υπολογίζουμε τις ταμιακές ροές της επιχείρησης. Ξεκινώντας από τα έσοδα προ φόρων και τόκων και αφού αφαιρέσουμε τα κεφαλαιουχικά έξοδα και τις μεταβολές στο κεφάλαιο κίνησης καθώς αυτά δεν αποτελούν ταμιακές ροές της επιχείρησης που πρέπει να ληφθούν υπόψιν στη διαδικασία της αποτίμησης αφού έτσι και αλλιώς αυτά θα πραγματοποιηθούν από τον εκάστοτε ιδιοκτήτη, παλιό ή νέο καταλήγουμε στις ταμιακές ροές συνολικά της επιχείρησης. Έπειτα, λαμβάνοντας υπόψιν το ρυθμό επανεπένδυσης της εταιρίας και το ρυθμό βελτίωσης των υπάρχοντων περιουσιακών στοιχείων από επιδιορθώσεις, αναβαθμίσεις και τυχόν ανατιμήσεις της αξίας τους υπολογίζουμε τον αναμενόμενο ρυθμό ανάπτυξης της εταιρίας ενώ για το διάστημα από το οποίο και μετά υποθέτουμε ότι η εταιρία θα φθάσει στο steady state και θα αυξάνεται με σταθερό υπολογίζουμε διαφορετικό ρυθμό ανάπτυξης ο οποίος είθισται να μην είναι μεγαλύτερος από αυτόν της οικονομίας γιατί άλλωστε μακροχρόνια καμία εταιρία δεν μπορεί να αναπτύσσεται με γρηγορότερους ρυθμούς από αυτούς της οικονομίας στην οποία δραστηριοποιείται.

Για την προεξόφληση των συνολικών ταμιακών ροών της επιχείρησης θα χρησιμοποιηθεί το Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου (ΜΣΚΚ). Οι λόγοι επιλογής του ΜΣΚΚ και χρήσης του ως προεξοφλητικού επιτοκίου αναλύονται παρακάτω εκτενέστερα. Εδώ αρκεί να πούμε ότι αντιπροσωπεύει την αναμενόμενη απόδοση από όλες τις ομάδες συμφερόντων της εταιρίας και αντανakλά ταυτόχρονα το συνολικό κίνδυνο που αντιμετωπίζει. Το ΜΣΚΚ αποτελείται από το κόστος του κοινού μετοχικού κεφαλαίου, το κόστος των ξένων κεφαλαίων και το κόστος των λεγόμενων υβριδικών χρεογράφων όπως το προνομιούχο μετοχικό κεφάλαιο και οι μετατρέψιμες ομολογίες τα οποία έχουν στοιχεία τόσο δανεισμού, αφού προηγείται η ικανοποίηση των απαιτήσεών τους από την ικανοποίηση των μετόχων σε περίπτωση λύσης της εταιρίας, όσο και ιδίων κεφαλαίων αφού οι κατέχοντες τέτοιων τίτλων έχουν δικαίωμα συμμετοχής στη διοίκηση της εταιρίας. Τέλος, αφαιρώντας το κόστος δανεισμού βρίσκουμε την αξία του equity της εταιρίας (Damodaran, 1999)¹⁷.

FIGURE 1: DISCOUNTED CASHFLOW VALUATION



2.3.1. Υπολογισμός ΜΣΚΚ (Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου)

Το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου είναι το επιτόκιο με το οποίο δανείζεται μια επιχείρηση είτε εσωτερικά είτε από εξωτερικές πηγές, δηλαδή το κόστος των ιδίων και ξένων κεφαλαίων λαμβάνοντας υπόψιν και το κόστος ευκαιρίας, δηλαδή άλλες επενδύσεις ίδιου μεγέθους, κινδύνου και χαρακτηριστικών (Bodie & Merton, Finance, 2000)¹⁸. Το ΜΣΚΚ αποτελείται από το κοινό μετοχικό κεφάλαιο, το προνομιούχο και τα ξένα κεφάλαια. Το κόστος των ιδίων κεφαλαίων είναι η απόδοση που αναμένουν οι επενδυτές λαμβάνοντας υπόψιν την απόδοση μιας επένδυσης χωρίς κίνδυνο καθώς και μία επιπλέον απόδοση για την ανάληψη του κινδύνου της αγοράς (risk premium). Το κόστος των ξένων κεφαλαίων ισούται με το τρέχον επιτόκιο με το οποίο δανείζεται μια επιχείρηση προσαρμοσμένο με τους σχετικούς φόρους. Μία συνοπτική παρουσίαση του τυπολογίου που χρησιμοποιείται τόσο για τον υπολογισμό του ΜΣΚΚ όσο και για τον υπολογισμό των ΑΤΡ περιλαμβάνει η εργασία του Pablo Fernández, Valuing Companies By Cash Flow Discounting: Ten Methods and Nine Theories¹⁹.

2.3.1.1 Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων

Αρχίζουμε την ανάλυση των τριών συστατικών του ΜΣΚΚ με τον υπολογισμό του κοινού μετοχικού κεφαλαίου. Για την εκτίμηση του κόστους των ιδίων κεφαλαίων βρίσκουμε πρώτα τον κίνδυνο που περικλείει η επένδυση και έπειτα υπολογίζουμε την απόδοση χρησιμοποιώντας ένα από τα μοντέλα που συσχετίζουν την απόδοση με τον κίνδυνο (CAPM, APT, Multi factor models). Όλα ορίζουν τον κίνδυνο σε όρους διακύμανσης πραγματικών αποδόσεων γύρω από τον αναμενόμενο μέσο.

2.3.1.1.1. Θεωρία αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων (Capital Asset Pricing Model):

Ξεκινώντας από τις υποθέσεις ότι δεν υπάρχει κόστος συναλλαγής, κρυφή πληροφόρηση, ότι οι επενδυτές έχουν ομοιογενείς προσδοκίες για τον κίνδυνο και την απόδοση των επενδύσεων και ότι όλοι οι τίτλοι είναι εμπορεύσιμοι και

τέλεια διαιρετοί, καταλήγει στο συμπέρασμα ότι ο επενδυτής διακρατά ένα χαρτοφυλάκιο που περιλαμβάνει όλα τα διαπραγματεύσιμα χρεόγραφα τις αγορές ενώ ο κίνδυνος μετριέται με το συντελεστή βήτα (beta coefficient) (Bodie, Kane, Marcus, Investments, 2001)²⁰.

Αναμενόμενη απόδοση = επιτόκιο χωρίς κίνδυνο + β^* (επιπλέον απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς)

Επομένως το κόστος των ιδίων κεφαλαίων είναι συνάρτηση των τριών μεταβλητών: επιτόκιο χωρίς κίνδυνο, βήτα και επιπλέον απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς.

2.3.1.1.2. Θεωρία αντισταθμιστικής αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων (Arbitrage Pricing Theory)

Βασισμένο στην υπόθεση ότι τα περιουσιακά στοιχεία πρέπει να είναι αποτιμημένα με τέτοιο τρόπο ώστε να αποκλείουν την κερδοσκοπία, καταλήγει ότι ο κίνδυνος της αγοράς πηγάζει από πολλές πηγές και ότι οι συντελεστές βήτα που αντιστοιχούν σε αυτές μετρούν την αναμενόμενη απόδοση. Ο μαθηματικός τύπος έχει ως εξής:

$$\text{Αναμενόμενη Απόδοση} = \text{Επιτόκιο Χωρίς Κίνδυνο} + \sum_{i=1}^{i=k} \beta_i (\text{Επιπλέον Απόδοση}_i)$$

2.3.1.1.3. Μοντέλο πολλαπλών συντελεστών (Multifactor model)

Ακολουθώντας την ίδια λογική με την προηγούμενη θεωρία, το μοντέλο αυτό προσδιορίζει πολλαπλούς μακροοικονομικούς παράγοντες με διαφορετικά βήτα και επιπλέον αποδόσεις.

Το πιο διαδεδομένο και εύχρηστο είναι το CAPM αν και παρουσιάζει και κάποια μειονεκτήματα όπως το ότι υποεκτιμά τον κίνδυνο για χαμηλής κεφαλαιοποίησης εταιρείες καθώς υπολογίζει το συντελεστή βήτα από παλινδρομήσεις χρησιμοποιώντας ιστορικά στοιχεία. Σε αυτό το σημείο πρέπει να ορίσουμε τα τρία συστατικά του κόστους του κοινού μετοχικού κεφαλαίου σύμφωνα με το μοντέλο αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων: το

επιτόκιο χωρίς κίνδυνο, το συντελεστή βήτα και την επιπλέον απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς.

Επιτόκιο χωρίς κίνδυνο

Πρόκειται για την επένδυση της οποίας η απόδοση είναι γνωστή εκ των προτέρων με βεβαιότητα για δεδομένη χρονική περίοδο και δεν έχει ούτε κίνδυνο αδυναμίας εκπλήρωσης υποχρεώσεων ούτε αβεβαιότητα για τυχόν επανεπένδυση (π.χ. όχι τοκομερίδια). Βεβαίως, στην επιλογή του κατάλληλου επιτοκίου πρέπει να ληφθεί υπόψη και η διάρκεια ζωής του υποκείμενου τίτλου και έτσι για παράδειγμα μία επένδυση διάρκειας 5 χρόνων θα έχει αντίστοιχο επιτόκιο άνευ κινδύνου το επιτόκιο ενός πενταετούς ομολόγου δημοσίου χωρίς τοκομερίδια.

Επιπλέον απόδοση (premium)

Το premium μετράει την επιπλέον απόδοση που ζητούν οι επενδυτές προκειμένου να μεταφέρουν τα χρήματά τους από μία άλλη ασφαλή επένδυση στη συγκεκριμένη. Ασφαλώς, αυτό επηρεάζεται και από την ψυχολογία του κάθε επενδυτή και την αντιμετώπισή του έναντι του κινδύνου (risk averse, risk lover, risk neutral) για αυτό και το premium είναι ο μέσος όρος των premium των επενδυτών της αγοράς σταθμισμένος με το ποσοστό του πλούτου που ο καθένας τοποθετεί στην εν λόγω αγορά.

Η εκτίμηση μπορεί να γίνει είτε χρησιμοποιώντας ιστορικά στοιχεία είτε παρατηρώντας την αγορά και καταγράφοντας πόσο αποτιμά τις επενδύσεις με κίνδυνο. Στη δεύτερη περίπτωση γίνεται η υπόθεση ότι η αγορά είναι αποτελεσματική και ότι χρησιμοποιείται όλη η διαθέσιμη πληροφόρηση ενώ χρησιμοποιεί τρέχουσες τιμές της αγοράς και όχι στοιχεία από προηγούμενα έτη. Όταν όμως η ανάλυση γίνεται με ιστορικά στοιχεία τότε γίνεται η υπόθεση ότι η συμπεριφορά των επενδυτών απέναντι στον κίνδυνο και ο σχετικός κίνδυνος της επένδυσης δεν έχουν αλλάξει στο χρόνο. Επίσης, η εμπειρία έχει δείξει ότι το παρελθόν δεν αποτελεί πάντα αντανάκλαση του μέλλοντος. Ένα άλλο επίμαχο σημείο είναι το δίλημμα της χρήσης αριθμητικού ή γεωμετρικού μέσου. Όσον αφορά το υπόδειγμα CAPM επειδή ο κίνδυνος μετριέται με τη διακύμανση γύρω από τον αριθμητικό μέσο ενδείκνυται και η χρήση αυτού. Επιπλέον, στο risk premium θα μπορούσαμε να προσθέσουμε και το

αντίστοιχο της εκάστοτε χώρας υπό εξέταση προκειμένου να συμπεριλάβουμε και τον κίνδυνο της χώρας ειδικά όταν πρόκειται για αναπτυσσόμενη. Ο τύπος που χρησιμοποιείται είναι ο εξής:

$$\text{CountryRisk Premium} = \text{DefaultSpreadForCountry} * \frac{\sigma_{\text{equity}}}{\sigma_{\text{GovernmentBond}}}$$

όπου:

$\frac{\sigma_{\text{equity}}}{\sigma_{\text{GovernmentBond}}}$: τυπική απόκλιση του εθνικού δείκτη του χρηματιστηρίου σε

σχέση με το δείκτη της αγοράς ομολόγων

Default spread for country: η αδυναμία εκπλήρωσης υποχρεώσεων του κράτους

Συντελεστής βήτα

Ο συντελεστής βήτα μετράει τον κίνδυνο που δε μπορεί να διαφοροποιηθεί, δηλαδή τον κίνδυνο της αγοράς, και αποτελεί ένα μέτρο σχετικού ρίσκου της συγκεκριμένης επένδυσης σε σύγκριση με το σύνολο των επενδύσεων στη συγκεκριμένη αγορά. Υπάρχουν δύο τρόποι σύμφωνα με τον Damodaran (The dark side of valuation, 1999)²¹. Ο ένας είναι η ανάλυση παλινδρόμησης και ο άλλος υπολογίζοντας ένα βήτα για κάθε τμήμα της επιχείρησης.

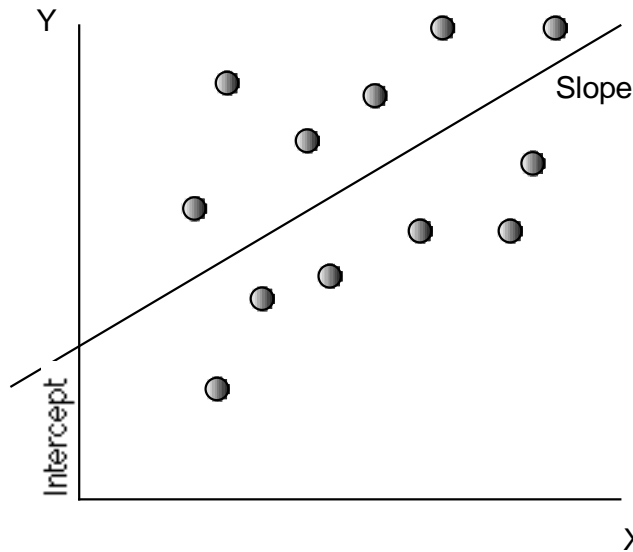
- i) *Ανάλυση παλινδρόμησης*: Η διαδικασία της εκτίμησης του συντελεστή βήτα για μία επένδυση είναι απλή παλινδρομώντας της αποδόσεις της επένδυσης με αυτές του γενικού δείκτη τιμών για ένα εύλογο χρονικό διάστημα. Η μαθηματική μορφή της εξίσωσης της παλινδρόμησης και η γραφική της παράσταση είναι όπως φαίνονται παρακάτω:

$$R_j = a + bR_M$$

όπου R_j : η απόδοση της επένδυσης j

R_M : η απόδοση του γενικού δείκτη τιμών

b : η κλίση της γραμμής παλινδρόμησης που μετράει τον κίνδυνο της αγοράς



Ωστόσο, στην πράξη προκύπτουν πέντε προβλήματα σχετικά με τον υπολογισμό του συντελεστή βήτα:

Το πρώτο αναφέρεται ως προς το ποιος δείκτης είναι πιο κατάλληλος για τη σύγκριση της επένδυσης (για παράδειγμα στην Ελλάδα υπάρχουν οι δείκτες ΧΑΑ, ΧΠΑ, ΝΕΧΑ και για ορισμένες ο S&P ενώ στις ΗΠΑ οι δείκτες είναι περισσότεροι NASDAQ, S&P, Morgan Stanley, Wilshire 5000). Τα άλλα δύο σχετίζονται με τη διάρκεια της περιόδου που θα γίνει η εκτίμηση και με τις αποδόσεις εάν θα είναι μηνιαίες, ημερήσιες κτλ. Συνήθως, ενδείκνυται η επιλογή 50 παρατηρήσεων με προσοχή όμως σε ακραίες καταστάσεις που δεν είναι αντιπροσωπευτικές και θα πρέπει να εξαιρεθούν. Επίσης, οι μη συνεχείς συναλλαγές σε ένα συγκεκριμένο αξιόγραφο μπορεί να οδηγήσει στην υποεκτίμηση των συντελεστών βήτα λόγω αδυναμίας υπολογισμού πραγματοποιούμενων αποδόσεων. Αυτό συμβαίνει με μικρές εταιρίες που έχουν μικρό όγκο συναλλαγών και μικρή διασπορά των μετοχών τους. Τέλος ένα ακόμα πρόβλημα που προκύπτει είναι η διαχρονική σταθερότητα του συντελεστή βήτα, γιατί η επιχείρηση που εκδίδει τα αξιόγραφα ενδεχομένως να επεκταθεί σε νέες δραστηριότητες των οποίων οι αποδόσεις συνδιακυμαίνονται περισσότερο η λιγότερο με τις αποδόσεις του χαρτοφυλακίου της αγοράς από ότι οι προηγούμενες αποδόσεις της εταιρίας (Θωμαδάκης, Ξανθάκης, Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου, 1990)²².

- ii) *Εκτίμηση βήτα με τη μέθοδο Bottom-up*: Ο συντελεστής βήτα μπορεί κάλλιστα να προσδιοριστεί από τρεις θεμελιώδεις μεταβλητές που είναι: ο τύπος της επιχείρησης και οι βαθμοί χρηματοοικονομικής και λειτουργικής μόχλευσης. Το πρώτο στοιχείο αναφέρεται με το κατά πόσο η επιχείρηση ακολουθεί τις κυκλικές διακυμάνσεις της οικονομίας κάτι το οποίο πρέπει να ληφθεί υπόψιν στον προσδιορισμό του βήτα ενώ ο τύπος που καθορίζει το βαθμό της λειτουργικής μόχλευσης είναι ο εξής:

$$\text{Degree of Operating Leverage} = \frac{\% \text{ change in Operating Profits}}{\% \text{ change in Sales}}$$

Ακόμα, όσο αυξάνεται ο βαθμός της χρηματοοικονομικής μόχλευσης τόσο αυξάνεται και το βήτα όπως είναι λογικό. Εάν όλος ο κίνδυνος φέρεται από τους μετόχους και το χρέος έχει κάποιο όφελος τότε:

$$B_L = B_u \left(1 + (1 - t) \frac{D}{E} \right)$$

όπου: B_L το βήτα με μόχλευση και B_u το βήτα χωρίς μόχλευση

t: ο φόρος κερδών της επιχείρησης

D/E: ο λόγος χρέους προς τα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης

Ο υπολογισμός του βήτα χωρίς μόχλευση γίνεται παίρνοντας το σταθμικό μέσο όρο όλων των αντίστοιχων βήτα των επιχειρήσεων του κλάδου με σταθμιστές τους λόγους των κερδών προς το σύνολο των κερδών του κλάδου.

Σε αυτό το σημείο ολοκληρώσαμε τη συνοπτική περιγραφή των επικρατέστερων μεθόδων υπολογισμού του κόστους κεφαλαίου και των συστατικών του και τώρα θα ακολουθήσει η αντίστοιχη ανάλυση για τον προσδιορισμό του κόστους των ξένων κεφαλαίων.

2.3.1.2. Κόστος Ξένων Κεφαλαίων

Όπως είναι φυσικό τα ίδια κεφάλαια μιας επιχείρησης δεν αποτελούν τη μοναδική πηγή χρηματοδότησής της αλλά χρησιμοποιεί και ξένα κεφάλαια το κόστος των οποίων προσδιορίζεται από τους παρακάτω παράγοντες:

1. Το τρέχον επίπεδο των επιτοκίων δανεισμού
2. Ο κίνδυνος αδυναμίας εκπλήρωσης των υποχρεώσεων της εταιρίας (default risk)
3. Τα φορολογικά οφέλη που προκύπτουν από την αφαίρεση των τόκων χρεωστικών από το φορολογητέο εισόδημα

$$\text{ΧρέοςΜετάΦόρων} = \text{ΧρέοςΠροΦόρων}(1 - \text{φορολογικόςσυντελεστής})$$

Επομένως για να υπολογίσουμε το κόστος των ξένων κεφαλαίων αρκεί να βρούμε πώς υπολογίζονται οι παραπάνω μεταβλητές. Όσον αφορά τα επιτόκια αγοράς αυτά είναι διαθέσιμα από τον τύπο και από μηνιαία δελτία που διανέμουν οι τράπεζες. Το default risk όμως της εταιρίας δεν είναι τόσο εύκολα μετρήσιμο και εμφανές. Ένας τρόπος είναι να παρατηρηθούν προηγούμενα δάνεια που έχει λάβει η εταιρία και να χρεωθεί το ίδιο ή παραπλήσιο default risk σύμφωνα με την ανάλυση των τραπεζών που έκαναν τη χορήγηση. Ένας δεύτερος τρόπος είναι η εύρεση του λόγου κάλυψης των

τόκων $\frac{\text{AverageOperatingIncome}}{\text{InterestExpenses}}$ και σύμφωνα με αυτόν η απόδοση του

κατάλληλου default risk από κατατάξεις που υπάρχουν (π.χ. Compustat). Από τη στιγμή που υπολογίσουμε το δείκτη κάλυψης των τόκων, βρίσκουμε τον αντίστοιχο δείκτη αξιολόγησης (AAA, BB κτλ.) από διεθνείς επενδυτικούς οίκους (π.χ. Moody's, S&Ps) και το default spread που αποδίδεται και προσθέτοντας σε αυτό το risk free rate υπολογίζουμε το κόστος των κεφαλαίων με το οποίο δανείζεται η επιχείρηση από τους χρεώστες της.

2.3.1.3. Κόστος Υβριδικών Χρεογράφων

Ωστόσο, αρκετές επιχειρήσεις χρησιμοποιούν και κάποιους άλλους τρόπους χρηματοδότησης οι οποίοι έχουν χαρακτηριστικά τόσο ιδίων όσο και ξένων κεφαλαίων. Πρόκειται για τα λεγόμενα υβριδικά χρεόγραφα όπως είναι το προνομιούχο μετοχικό κεφάλαιο και οι μετατρέψιμες ομολογίες. Το κόστος του πρώτου υπολογίζεται ως εξής:

$$k_{\pi\kappa} = \frac{\text{PreferredDividend}}{\text{Current Price Preferred Stock Per Share}}$$

Το μέρισμα των προνομιούχων μετοχών διανέμεται με προτεραιότητα από αυτό των κοινών μετοχών αλλά συγκριτικά με τους τόκους χρεωστικούς υστερεί καθώς οι τόκοι αποδίδονται πρώτα από όλα.

Από την άλλη μεριά το κόστος των μετατρέψιμων ομολογιών είναι λίγο πιο πολύπλοκο να υπολογιστεί και για αυτό χρησιμοποιούνται μοντέλα αποτίμησης χρηματοοικονομικών δικαιωμάτων αφού άλλωστε η λειτουργία του μοιάζει αρκετά με αυτή ενός δικαιώματος του χρηματιστηρίου παραγώγων (Wildberger, Georgeson, 2001)²³.

Έχοντας αναλύσει το κόστος κεφαλαίου ιδίων και ξένων καθώς και το κόστος των υβριδικών χρεογράφων είμαστε τώρα σε θέση με αντικατάσταση στον παρακάτω τύπο να βρούμε το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου χρησιμοποιώντας ως σταθμιστές τις τρέχουσες τιμές του χρέους και του μετοχικού κεφαλαίου ως προς το σύνολό τους αντίστοιχα. Η τρέχουσα αξία του μετοχικού κεφαλαίου ισούται με τον αριθμό των μετοχών επί την τρέχουσα τιμή τους ενώ εάν υπάρχουν και άλλες υποχρεώσεις όπως management options και warrants θα πρέπει και αυτά να αποτιμηθούν και να προστεθούν. Αντίθετα, η τρέχουσα αξία του εξωτερικού χρέους της επιχείρησης μπορεί να υπολογιστεί σαν να ήταν ομόλογο χρησιμοποιώντας τα έξοδα των τόκων ως τοκομερίδια, το κόστος χρέους ως επιτόκιο και όλο αυτό ως ποσοστό του χρέους που ήδη έχουμε προηγουμένως υπολογίσει.

$$WACC = k_e \frac{E}{D + E + PS} + k_d \frac{D}{D + E + PS} + k_{ps} \frac{PS}{D + E + PS}$$

όπου:

WACC: Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου

k_e : Κόστος ιδίων κεφαλαίων

E, D, PS: Τρέχουσα τιμή κόστους ιδίων, ξένων κεφαλαίων και προνομιούχων μετοχών

k_d : Κόστος ξένων κεφαλαίων

k_{ps} : Κόστος προνομιούχου μετοχικού κεφαλαίου

2.3.2. Υπολογισμός Καθαρών Ταμιακών Ροών

Η αξία μιας επιχείρησης καθορίζεται από την ικανότητά της να δημιουργεί ταμιακές ροές. Όταν αξιολογούμε μία επιχείρηση οι ταμιακές ροές θα πρέπει να είναι μετά φόρων, προ πληρωμών χρέους και μετά των σχετικών επανεπενδύσεων που λαμβάνουν χώρα. Σύμφωνα λοιπόν με τα παραπάνω ο τύπος έχει ως εξής:

$$\begin{aligned} \text{ΚΤΡ} = & \text{Έσοδα ΠροΦόρων \& Τόκων} (1 - \text{συντελεστής φορολογίας}) - \\ & - (\text{Έξοδα Κεφαλαίου} - \text{Αποσβέσεις}) - \text{Αλλαγές Κεφαλαίου Κίνησης} \\ & \text{Μη Χρηματικές} \end{aligned}$$

Στην περίπτωση που τα έξοδα κεφαλαίου και το κεφάλαιο κίνησης αναμένεται να χρηματοδοτηθεί από το άριστο επιδιωκόμενο ποσοστό χρέους (το οποίο το συμβολίζουμε με δ) και η εξόφληση των δανειακών κεφαλαίων πραγματοποιείται με έκδοση νέου χρέους, τότε οι ATP υπολογίζονται από τον εξής τύπο:

$$KTP = \text{Έσοδα Προφόρων \& Τόκων} + (1 - \delta)(\text{Έξοδα Κεφαλαίου} - \text{Αποσβέσεις}) + (1 - \delta) * \text{Μεταβολή Κεφαλαίου Κίνησης}$$

Για χάριν απλούστευσης και για να αποφύγουμε να μπούμε σε πολύπλοκα θέματα αναφορικά με την άριστη κεφαλαιακή διάρθρωση μιας εταιρίας θα χρησιμοποιήσουμε τον πρώτο τύπο των ΑΤΡ. Το πρώτο συστατικό, δηλαδή τα έσοδα προ φόρων και τόκων, υπάρχουν στις λογιστικές καταστάσεις των εταιριών και μπορούν να χρησιμοποιηθούν για προβλέψεις για αυτό απαιτείται και η χρήση των πλέον πιο πρόσφατων στοιχείων. Επίσης, αυτό που θα πρέπει να επισημανθεί είναι ότι σε περίπτωση που το προεξοφλητικό επιτόκιο είναι το πραγματικό τότε πρέπει και οι Αδέσμευτες Ταμιακές Ροές να είναι και αυτές αποπληθωρισμένες.

Ιδιαίτερη προσοχή πρέπει επιπλέον να δοθεί και στο χειρισμό των εξόδων Έρευνας και Ανάπτυξης (E&A), τα οποία σύμφωνα με τις Γενικά Παραδεκτές Λογιστικές Αρχές αναγνωρίζονται ως έξοδα την περίοδο στην οποία γίνονται. Όμως, η αξία των περιουσιακών στοιχείων που δημιουργήθηκαν ή βελτιώθηκαν από την E&A δεν παρουσιάζεται στον Ισολογισμό και για αυτό θα πρέπει να γίνει κεφαλαιοποίηση των εξόδων αυτών έτσι ώστε να καθίσταται ρεαλιστική η εικόνα της αξίας της επιχείρησης. Ένας τρόπος είναι να υπολογιστεί “αναδρομικά” η αξία των προϊόντων E&A υποθέτοντας ότι για κάποιο προϊόν με διάρκεια ζωής πέντε χρόνια η ωφέλεια καρπώθηκε από την επιχείρηση κατά το 1/5 πέντε χρόνια πριν, κατά τα 2/5 τέσσερα χρόνια πριν κ.ο.κ. Η μαθηματική μορφή αυτής της διαδικασίας έχει ως εξής:

$$\text{ValueOfThe ResearchAsset} = \sum_{t=-(n-1)}^{t=0} R \& D_t \frac{(n+t)}{n}$$

όπου:

t: ο χρόνος στον οποίο αναφερόμαστε

n: η διάρκεια ζωής του περιουσιακού στοιχείου

Έτσι, το προσαρμοσμένο εισόδημα προ φόρων & τόκων διαμορφώνεται ως εξής:

Προσαρμοσμένο εισόδημα προ φόρων & τόκων = Λειτουργικό εισόδημα + έξοδα E&A – Απαξίωση προϊόντων E&A

Ταυτόχρονα δημιουργείται και ένα φορολογικό όφελος, γιατί επιτρέπεται στις επιχειρήσεις να εκπίπτουν από τη φορολογία τα έξοδα για E&A, που ισούται με:

$$(R \ \& \ D \text{Expenditures} - \text{RelativeAmortization}) * \text{TaxRate}$$

Η ίδια προσαρμογή μπορεί να γίνει και για τα έξοδα διαφήμισης όταν αυτά αποδεδειγμένα προσθέτουν αξία στην επιχείρηση, ενδεχομένως βελτιώνοντας την εικόνα της ή/και την αξία της επωνυμίας του προϊόντος της. Τέλος, επειδή η επιχείρηση μπορεί να έχει προβεί και σε μισθώσεις, τα έξοδα αυτά πρέπει να προστεθούν στο εισόδημα προ φόρων & τόκων γιατί πρόκειται για χρηματοοικονομικά έξοδα, ενώ οι σχετικές αποσβέσεις να αφαιρεθούν, αφού όμως αρχικά οι τυχόν μελλοντικές λειτουργικές μισθώσεις προεξοφληθούν με επιτόκιο το κόστος των ξένων κεφαλαίων.

Εκτός όμως, από τα έσοδα προ φόρων και τόκων για τον υπολογισμό των καθαρών ταμιακών ροών λαμβάνουμε υπόψη μας και το φορολογικό συντελεστή. Ποιος όμως, είναι ο πιο κατάλληλος για να χρησιμοποιηθεί; ο αποτελεσματικός συντελεστής φορολογίας που επικρατεί και στην Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσεως ή μήπως ο οριακός φορολογικός συντελεστής (προκύπτει από το νόμο και δείχνει πόσο φόρο υποχρεούνται να καταβάλλουν οι επιχειρήσεις για το οριακό τους εισόδημα); Οι επιχειρήσεις εάν το επιτρέπει ο νόμος, έχουν το δικαίωμα να αποσβένουν τα στοιχεία του ενεργητικού τους με τη σταθερή μέθοδο για πληροφόρηση των επενδυτών τους και της διοίκησης και γενικά όλες τις ομάδες συμφερόντων, ενώ για να προκύψει το φορολογητέο εισόδημα δύναται να χρησιμοποιούν την αύξουσα

μέθοδο έτσι ώστε το φορολογητέο εισόδημα που θα προκύψει να είναι μικρότερο.

Επίσης, οι επιχειρήσεις μπορούν να αναβάλλουν την πληρωμή των φόρων αυξάνοντας το χρέος τους. Για τους παραπάνω λόγους η επιβολή και εφαρμογή του οριακού συντελεστή θεωρείται ακριβέστερη.

Όσον αφορά τα έξοδα κεφαλαίου εδώ ανακύπτει ένα ακόμα πρόβλημα αδυναμίας πρόβλεψης και χρήζει ιδιαίτερης προσοχής. Οι επιχειρήσεις στην πορεία του χρόνου ενδέχεται να χτίσουν καινούριες εγκαταστάσεις, να εισάγουν ένα νέο προϊόν στην αγορά, να εξαγοράσουν κάποια άλλη επιχείρηση. Όλα αυτά αποτελούν έκτακτα γεγονότα τα οποία δεν επαναλαμβάνονται συχνά αλλά και ούτε αποκλείονται. Σε αυτή την περίπτωση θα πρέπει να συμβουλευτούμε τους δείκτες του κλάδου και να πάρουμε το μέσο όρο λαμβάνοντας υπόψη όλη τη διαθέσιμη πληροφόρηση, προκειμένου οι προβλέψεις για τα έξοδα κεφαλαίου να ευσταθούν.

Τέλος, ο τελευταίος προσδιοριστικός παράγοντας των καθαρών ταμιακών ροών που πρέπει να αφαιρεθούν από το εισόδημα είναι το κεφάλαιο κίνησης το οποίο δεν είναι σε χρηματικές μονάδες. Παρόλο που μπορεί μερικές φορές να αποδίδει το κεφάλαιο κίνησης κάποιες χρηματικές αποδόσεις, ωστόσο είναι παρακινδυνευμένο να υποθέσουμε ότι αυτό θα συμβαίνει για πάντα. Έτσι, τα αποθέματα, οι λογαριασμοί πληρωτέοι και εισπρακτέοι πρέπει να αφαιρεθούν προκειμένου να βρούμε τις ATP.

2.3.3. Εκτίμηση της Αξίας της Επιχείρησης

Μέχρι τώρα έχουμε αναφέρει τις μεθόδους προσδιορισμού των ATP και του ΜΣΚΚ (μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου) μέσα στα πλαίσια του μοντέλου εκτίμησης της αξίας μιας επιχείρησης. Σε αυτό το κομμάτι θα εστιάσουμε το ενδιαφέρον σε δύο σημεία: α) στον υπολογισμό της τερματικής αξίας και β) στην πρόσθεση στην αξία της επιχείρησης, περιουσιακών στοιχείων όπως, διάφορα χρεόγραφα, τα μετρητά καθώς και όποιες συμμετοχές ενδέχεται να έχει η επιχείρηση σε άλλες.

α) Στην πράξη οι εκτιμήσεις των ταμιακών ροών της επιχείρησης αναφέρονται σε μελλοντικές χρονιές ο αριθμός όμως των οποίων δεν προσδιορίζεται και

όσο πιο μακροχρόνια γίνεται η πρόβλεψη τόσο πιο δύσκολο είναι. Επίσης, κανένας δε μπορεί να εγγυηθεί την αιώνια ζωή μιας επιχείρησης για αυτό το λόγο στο σενάριό μας πρέπει να λάβουμε υπόψη και το ενδεχόμενο χρεοκοπίας, κάτι το οποίο συμπεριλαμβάνεται στις προβλέψεις για τις ATP και το κόστος κεφαλαίου ενώ κάλλιστα θα μπορούσαμε να υπολογίσουμε και ξεχωριστά τελείως σενάρια με διαφορετικές ATP και ΜΣΚΚ. Ενδεικτικά με το πρόβλημα ρευστότητας που μπορεί να προκύψει στο μέλλον για μία επιχείρηση παραθέτουμε το λόγο cash burn ratio ο οποίος όσο μικρότερος είναι τόσο γρηγορότερα θα απολέσει η εταιρία όλα της τα μετρητά.

$$\text{CashBurnRatio} = \frac{\text{CashBalance}}{\text{EBITDA}}$$

όπου στον αριθμητή υπολογίζουμε τα ρευστά και στον παρανομαστή τα κέρδη προ φόρων, τόκων, αποσβέσεων και απαξιώσεων.

Όπως είπαμε πιο πάνω, επειδή η εταιρία δε μπορεί να αναπτύσσεται με αυξαντα ρυθμό δια παντός κάνουμε την υπόθεση ότι από κάποιο σημείο και μετά η επιχείρηση θα παρουσιάζει σταθερή ανάπτυξη ίση με g (το οποίο συνήθως τίθεται ίσο με το g της οικονομίας ή τουλάχιστον όχι πιο πάνω από αυτό γιατί σπανίως μια εταιρία θα αναπτύσσεται με μεγαλύτερους ρυθμούς από την οικονομία, τουλάχιστον μακροπρόθεσμα) ο τύπος του terminal value υπολογίζεται ως εξής:

$$\text{Terminal Value} = \frac{\text{EBIT}_{n+1}(1-t)(1-\text{ROIC})}{\text{CostOfCapital}_n - \text{StableGrowthRate}}$$

$$\text{όπου ROIC} = \frac{\text{EBIT}}{\text{InvestedCapital}}, \text{ Return On Invested Capital}$$

Αντικαθιστώντας το ρυθμό ανάπτυξης με το επιτόκιο επανεπένδυσης επί την απόδοση του κεφαλαίου έχουμε:

$$\text{Terminal Value} = \frac{\text{EBIT}_{n+1}(1-t)(1-\text{ReinvestmentRate})}{\text{CostOfCapital}_n - (\text{ReinvestmentRate} * \text{ReturnOnCapital})}$$

Θέτοντας την απόδοση του κεφαλαίου ίση με το κόστος κεφαλαίου έχουμε:

$$\text{Terminal Value} = \frac{\text{EBIT}_{n+1}(1-t)(1-\text{ReinvestmentRate})}{\text{CostOfCapital}_n - (\text{ReinvestmentRate} * \text{CostOfCapital})}$$

Κάνοντας τις σχετικές απλοποιήσεις βρίσκουμε:

$$\text{Terminal Value}_{\text{ROC=WACC}} = \frac{\text{EBIT}_{n+1}(1-t)}{\text{CostOfCapital}_n}$$

Τρία ακόμα σημεία που πρέπει να προσέξουμε σε μία αποτίμηση είναι ο ρυθμός ανάπτυξης των θεμελιωδών οικονομικών στοιχείων, η διαχείριση των μετρητών, των εμπορικών χρεογράφων και των συμμετοχών που μπορεί να έχει η υπό εξέταση εταιρία.

Ρυθμός Ανάπτυξης: Ο ρυθμός αύξησης των κερδών είναι αυτός που θα χρησιμοποιηθεί για την πρόβλεψη των ATP και μπορεί να υπολογιστεί με τρεις τρόπους: πρώτον βάσει των ιστορικών ρυθμών ανάπτυξης της εταιρίας, δεύτερον βάσει προβλέψεων από ειδικούς αναλυτές και τρίτον σύμφωνα με τα θεμελιώδη οικονομικά στοιχεία της εταιρίας όπως ο ρυθμός επανεπένδυσης και η ποιότητα των επενδύσεων (Damodaran, 1999)²⁴.

Μετρητά: Για τα μετρητά αρκεί να σημειώσουμε ότι εκτός από αυτά που είναι απαραίτητα για τη λειτουργία της επιχείρησης τα υπόλοιπα μπορούμε να τα προσθέσουμε στην αξία της επιχείρησης. Αυτό υφίσταται κυρίως στις

βιομηχανικές επιχειρήσεις και όχι στις εμπορικές οι οποίες έχουν μεγαλύτερες ανάγκες διακράτησης μετρητών.

Εμπορεύσιμα χρεόγραφα: Ο πιο απλός και σύντομος τρόπος αποτίμησης αυτών των χρεογράφων είναι η μέτρηση της τρέχουσας αξίας και η προσθήκη τους στην αξία των λειτουργικών περιουσιακών στοιχείων.

Συμμετοχές: Οι συμμετοχές σε άλλες επιχειρήσεις αντιμετωπίζονται ανάλογα με τον τρόπο εγγραφής τους στις λογιστικές καταστάσεις των εμπλεκόμενων εταιριών και σύμφωνα με το είδος της συμμετοχής. Εάν πρόκειται για συμμετοχή παθητικής μειοψηφίας (όταν η επιχείρηση έχει στην κατοχή της λιγότερο από το 20% των μετοχών μιας άλλης εταιρίας) τότε, η απεικόνιση της σχετικής αξίας αναγράφεται σε τρέχουσες τιμές αγοράς στην Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης, είτε ως κέρδη είτε ως ζημιές). Εάν πρόκειται για συμμετοχή ενεργής μειοψηφίας (όταν η επιχείρηση έχει στην κατοχή της μεταξύ 20% και 50% των μετοχών μιας άλλης εταιρίας) η αποτίμηση του μεριδίου γίνεται μόνο όταν υπάρξει ρευστοποίηση της επένδυσης και αυτό παρουσιάζεται ως κέρδος ή ζημιά και προστίθεται ή αφαιρείται αντίστοιχα από τα κέρδη της τρέχουσας περιόδου. Τέλος όταν πρόκειται για συμμετοχή πλειοψηφίας (εξαγορά πάνω από το 50% μιας εταιρίας) σε αυτήν την περίπτωση μιλάμε για ενοποιημένες λογιστικές καταστάσεις όπου η συμμετοχή δεν αναφέρεται πλέον ως επένδυση αλλά τα περιουσιακά στοιχεία και οι υποχρεώσεις της μιας εταιρίας προστίθενται σε αυτά της άλλης ενώ τα μερίσματα παρουσιάζονται ως εισροές στον πίνακα κίνησης κεφαλαίων (Εισροών-Εκροών).

Σε αυτό το σημείο ολοκληρώθηκε η παρουσίαση του τρόπου εφαρμογής της μεθόδου των ΠΑΤΡ η οποία χρησιμοποιείται από γνωστούς χρηματοοικονομικούς και επενδυτικούς οίκους όπως η McKinsey and Company, Merrill Lynch, Schroeder Salomon Smith Barney. Στην επόμενη ενότητα αναλύουμε μια πιο απλή και εύκολη στη χρήση και στην κατανόηση μέθοδο αποτίμησης που χρησιμοποιεί ως βάση τον πολλαπλασιαστή P/E και κάνει χρήση τρεχουσών τιμών χρηματιστηρίου.

2.4. Μέθοδος Των Πολλαπλασιαστών (Συγκριτική Αποτίμηση)

Η μέθοδος αυτή είναι απλή στη χρήση της και αρκετά εύκολη στην κατανόησή της ενώ ταυτόχρονα αντανακλά και την τάση της αγοράς καθώς δεν αναφέρεται σε προβλέψεις για το μέλλον αλλά σε σχετική τρέχουσα αξία. Σύμφωνα με αυτή τη μέθοδο βρίσκοντας μία συγκρίσιμη εισηγμένη επιχείρηση με αυτή που θέλουμε να αποτιμήσουμε παίρνουμε ένα δείκτη, συνήθως το P/E (Τιμή μετοχής προς Κέρδη ανά μετοχή) και τον πολλαπλασιάζουμε με τα Κέρδη ανά μετοχή της εταιρίας προς αποτίμηση και με αυτόν τον τρόπο υπολογίζουμε τη χρηματιστηριακή αξία της εταιρίας προς εξέταση. Άλλοι δείκτες είναι η τιμή της μετοχής προς τις πωλήσεις της εταιρίας ή προς τη λογιστική αξία του μετοχικού κεφαλαίου, η αξία της επιχείρησης προς τα κέρδη προ φόρων, τόκων, αποσβέσεων και απαξιώσεων.

Στη μέθοδο των ΠΑΤΡ, ο στόχος ήταν να υπολογιστεί η αξία της επιχείρησης αφού πρώτα έχουν προσδιοριστεί ή έχουν γίνει οι απαραίτητες υποθέσεις για τις ΑΤΡ, το ρυθμό ανάπτυξης της επιχείρησης και ο σχετικός κίνδυνος. Στη συγκριτική αποτίμηση, η αποτίμηση βασίζεται πάνω στο πώς παρόμοιες επενδύσεις αποτιμούνται από την αγορά. Ας σημειώσουμε, όμως σε αυτό το σημείο ότι παρόμοιες επενδύσεις ακόμα και όταν αναφερόμαστε στον ίδιο κλάδο ενδέχεται να έχουν διαφορετικό ρίσκο, δυνατότητα ανάπτυξης και ΑΤΡ. Βέβαια, από αυτό το τελευταίο απορρέει και ότι η επιχείρηση ή επένδυση προς εξέταση θα είναι υπερτιμημένη όταν η αγορά είναι υπερτιμημένη και υποτιμημένη όταν η αγορά είναι υποτιμημένη.

Οι πολλαπλασιαστές που μπορούν να χρησιμοποιηθούν διακρίνονται σε πολλαπλασιαστές εσόδων (κεφαλαιοποίησης), λογιστικής αξίας, κερδών και ειδικών για κάθε κλάδο ξεχωριστά. Οι 14 πιο γνωστοί αναφέρονται στην εργασία του Pablo Fernández, *Valuation Using Multiples*, 2001²⁵.

Η διαδικασία αποτίμησης χρησιμοποιώντας πολλαπλασιαστές χωρίζεται σε τέσσερα στάδια: α) στον καθορισμό του πολλαπλασιαστή με συνέπεια, β) στην περιγραφή της κατανομής του πολλαπλασιαστή, γ) στον προσδιορισμό

των παραγόντων που επηρεάζουν τον πολλαπλασιαστή και δ) στην ανεύρεση των κατάλληλων για σύγκριση επιχειρήσεων.

2.4.1. Καθορισμός του πολλαπλασιαστή

Το πρώτο αναφέρεται στο ότι ο αριθμητής και ο παρανομαστής του πολλαπλασιαστή πρέπει να είναι συγκρίσιμα. Για παράδειγμα, στον πολλαπλασιαστή P/E (τρέχουσα τιμή μετοχής προς έσοδα ανά μετοχή), τόσο ο αριθμητής όσο και παρανομαστής αναφέρονται σε στοιχεία της αξίας του μετοχικού κεφαλαίου μιας επιχείρησης, ή αντίστοιχα ο πολλαπλασιαστής Enterprise Value/EBITDA και τα δύο συστατικά του αναφέρονται σε μετρήσεις της αξίας της εταιρίας. Αυτό γίνεται για τη σωστή σχετική αξιολόγηση. Επίσης, αυτό που πρέπει να επισημανθεί είναι ότι οι πολλαπλασιαστές πρέπει να είναι υπολογισμένοι για το ίδιο χρονικό διάστημα έτσι ώστε να είναι και συγκρίσιμοι. Επιπλέον, οι λογιστικές πρακτικές πρέπει και αυτές να είναι ίδιες για τις επιχειρήσεις γιατί το αντίθετο θα κατέληγε σε διαφορετικό προσδιορισμό των εσόδων ανά μερίδιο μεταξύ των επιχειρήσεων.

2.4.2. Περιγραφή κατανομής του πολλαπλασιαστή

Ιδιαίτερη προσοχή αξίζει να δοθεί στο πως κατανέμονται οι πολλαπλασιαστές μεταξύ των διαφόρων κλάδων προκειμένου να παρατηρηθεί ποιος κλάδος είναι υπερτιμημένος και ποιος υποτιμημένος αλλά και για την αποφυγή χρησιμοποίησης ακραίων μη φυσιολογικών τιμών. Ανάλυση γίνεται βρίσκοντας το μέσο και την τυπική απόκλιση. Όλοι οι πολλαπλασιαστές από μόνοι τους δε μας δίνουν μεγάλη πληροφόρηση, για αυτό το λόγο πρέπει να τους εξετάσουμε στα πλαίσια της αγοράς, του κλάδου και του ιστορικού της ίδιας της επιχείρησης.

2.4.3. Προσδιοριστικοί παράγοντες πολλαπλασιαστή

Οι προσδιοριστικοί παράγοντες των πολλαπλασιαστών είναι ίδιοι με αυτούς που χρησιμοποιήσαμε στη μέθοδο των προεξοφλημένων καθαρών ταμιακών ροών, δηλαδή, το κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης που αντιπροσωπεύει

τον κίνδυνο, το ρυθμό ανάπτυξης και τις ATP που αναμένεται να έχει μελλοντικά. Στην πιο απλή της μορφή, για μια εταιρία με σταθερή ανάπτυξη, η αξία των ιδίων κεφαλαίων υπολογίζεται ως εξής:

$$\text{ValueOfEquity} = P_0 = \frac{\text{DPS}_1}{k_e - g_n}$$

όπου:

DPS_1 : τα αναμενόμενα μερίσματα τον επόμενο χρόνο

k_e : το κόστος των ιδίων κεφαλαίων

g_n : ο αναμενόμενος σταθερός ρυθμός ανάπτυξης

Διαιρώντας και τις δύο πλευρές με τα έσοδα ανά μετοχή υπολογίζεται ο λόγος P/E για μία επιχείρηση με σταθερό ρυθμό ανάπτυξης.

$$\frac{P_0}{\text{EPS}_0} = \text{PE} = \frac{\text{PayoutRatio} * (1 + g_n)}{k_e - g_n}$$

όπου:

EPS: έσοδα ανά μετοχή

Αντίστοιχα για μία εταιρία με υψηλό ρυθμό ανάπτυξης ο τύπος είναι ο εξής (Damodaran A, Investment Valuation, 1996)²⁶:

$$\frac{P_0}{\text{EPS}_0} = \text{PE} = \frac{\text{PayoutRatio}(1 + g) \left[1 - \frac{(1 + g)^n}{(1 + r)^n} \right]}{r - g} + \frac{\text{PayoutRatio}(1 + g)^n (1 + g_n)}{(r_n - g_n)(1 + r)^n}$$

όπου:

EPS_0 : έσοδα ανά μετοχή

g : ρυθμός ανάπτυξης τα πρώτα n χρόνια

r : απαιτούμενη απόδοση κεφαλαίου τα πρώτα n χρόνια

Payout Ratio: πληρωμή μερισμάτων τα πρώτα n χρόνια

g_n : ρυθμός ανάπτυξης μετά τα πρώτα n χρόνια

Payout Ratio_v: πληρωμή μερισμάτων μετά τα πρώτα n χρόνια

r_n : απαιτούμενη απόδοση κεφαλαίου μετά τα πρώτα n χρόνια

Από τους παραπάνω τύπους (Damodaran A, 1999)²⁷ μπορούμε εύκολα να δούμε και πως κινούνται οι προσδιοριστικοί παράγοντες του P/E αν υποθέσουμε ωστόσο ότι μεταξύ τους υπάρχει γραμμική σχέση. Εάν αγνοήσουμε τους προσδιοριστικούς παράγοντες τότε μπορεί να καταλήξουμε ότι μία μετοχή με P/E 8 είναι φθηνότερη από μία άλλη με P/E ίσο με 12 ενώ ο πραγματικός λόγος μπορεί να είναι ότι η δεύτερη έχει μεγαλύτερο P/E γιατί αναμένεται να έχει μεγαλύτερο ρυθμό ανάπτυξης ή γιατί έχει υψηλότερη απόδοση ιδίων κεφαλαίων. Πολλές φορές οι αναλυτές συγκρίνουν το ρυθμό ανάπτυξης με το P/E προκειμένου να εξακριβώσουν κάποια υποτίμηση ή κάποια υπερέτιμηση μιας μετοχής. Αυτό όμως, ελλοχεύει κάποιον κίνδυνο καθώς εάν το P/E είναι χαμηλότερο από τον αναμενόμενο ρυθμό ανάπτυξης τότε το συμπέρασμα ότι η μετοχή είναι υποτιμημένη ίσως να είναι λάθος για εταιρίες με μεγάλο συντελεστή βήτα ή όταν τα επιτόκια είναι υψηλά. Γενικά πάντως, επικρατεί θετική σχέση μεταξύ P/E και ρυθμού ανάπτυξης και αρνητική σχέση μεταξύ P/E και επιτοκίων, βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων.

2.4.4. Εύρεση συγκρίσιμης επιχείρησης

Τέλος αυτό που μένει να γίνει αφού έχουν ληφθεί υπόψη οι προσδιοριστικοί παράγοντες και ο πολλαπλασιαστής έχει οριστεί σωστά, είναι να βρεθεί μία συγκρίσιμη επιχείρηση για να γίνει η αποτίμηση. Με τον όρο συγκρίσιμη εννοούμε μία επιχείρηση με τα ίδια χαρακτηριστικά κόστους κεφαλαίου, ATP και ρυθμό ανάπτυξης. Ωστόσο, πολλές φορές για απλοποίηση χρησιμοποιούνται επιχειρήσεις με το ίδιο μέγεθος και φυσικά από τον ίδιο κλάδο υποθέτοντας ότι αφού μιλάμε για επιχειρήσεις με το ίδιο μέγεθος οι παραπάνω υποθέσεις πληρούνται. Επιπλέον, υπάρχουν και εναλλακτικοί τρόποι προσδιορισμού συγκρίσιμης επιχείρησης χρησιμοποιώντας στοιχεία

όπως ο συντελεστής βήτα, η απόδοση των κεφαλαίων και ο αναμενόμενος ρυθμός αύξησης των εσόδων.

Σε αυτό το σημείο πρέπει να σημειώσουμε ότι ο λόγος P/E αν και είναι ο πιο εύχρηστος είναι και ο πιο εύκολα διαστρεβλωμένος. Οι προσδιοριστικοί παράγοντες είναι οι ίδιοι με αυτούς που προσδιορίζουν την αξία της επιχείρησης και στη μέθοδο των ΠΑΤΡ. Ωστόσο, πρέπει να γίνουν ορισμένες διευκρινίσεις: Πρώτον, δεν ενδείκνυται η σύγκριση επιχειρήσεων μεταξύ χωρών καθώς είναι αρκετά δύσκολο να γίνουν οι απαραίτητες προσαρμογές στα επιτόκια, τον πληθωρισμό και το risk premium της κάθε χώρας προκειμένου να είναι δυνατή η χρήση των εξισώσεων που χρησιμοποιήσαμε πιο πάνω. Δεύτερον, όταν υπολογίζουμε τα διάφορα συστατικά του τύπου για να βρούμε το P/E πρέπει να λαμβάνουμε υπόψη τα ίδια χρονικά διαστήματα για όλες τις μεταβλητές και τη διαθέσιμη πληροφόρηση, προβλέψεις και αποδόσεις που υπάρχει για το καθένα εκείνη τη χρονική στιγμή που γίνεται η ανάλυση. Τρίτο και τελευταίο, πρέπει η επιλογή της συγκρίσιμης επιχείρησης να γίνει με πολύ προσοχή για να μη καταλήξουμε σε λανθασμένα συμπεράσματα. Το τελευταίο διορθώνεται εάν πάρουμε όχι μία αλλά περισσότερες επιχειρήσεις που θεωρούμε συγκρίσιμες και να χρησιμοποιηθεί ο υπολογισμένος μέσος όρος των P/E ή εναλλακτικά μπορεί να γίνει μία πρόβλεψη του υπό εξέταση λόγου P/E χρησιμοποιώντας τη μέθοδο της παλινδρόμησης ως εξαρτημένη μεταβλητή και ως ανεξάρτητες το ρυθμό ανάπτυξης, το κόστος κεφαλαίου που αντανάκλα τον κίνδυνο και τις ATP. Παράλειψη της εξέτασης αυτών των στοιχείων θα ισοδυναμούσε με μία απλή σύγκριση των λόγων P/E μεταξύ επιχειρήσεων χωρίς τη δυνατότητα εξαγωγής ασφαλών συμπερασμάτων.

Κάτι τελευταίο αναφορικά με το P/E είναι ότι στην πράξη έχει παρατηρηθεί ότι το μοντέλο αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων (CAPM) δεν επιτυγχάνει ακριβή εκτίμηση του κινδύνου με αποτέλεσμα να παρατηρείται το γεγονός μετοχές με χαμηλό P/E να “νικάνε” την αγορά ενώ μετοχές με υψηλό P/E να “νικιούνται” από την αγορά. Αυτό σημαίνει ότι ο συντελεστής βήτα είναι υποεκτιμημένος για μετοχές με χαμηλό P/E και υπερεκτιμημένος για μετοχές με υψηλό P/E. Αυτό όμως φαίνεται να μην υφίσταται γιατί συνήθως οι επιχειρήσεις με χαμηλό P/E είναι οι μεγάλες οι οποίες γενικά προσφέρουν και μεγάλα μερίσματα. Επίσης, το μοντέλο CAPM επικεντρώνεται στα κέρδη προ

φόρων επικαλύπτοντας με αυτόν τον τρόπο τις φορολογικές υποχρεώσεις που προκύπτουν από μετοχές με μικρό P/E αλλά μεγάλα μερίσματα. Αυτή η κριτική ισχύει όταν τα έσοδα από μερίσματα είναι μεγαλύτερα από αυτά που προέρχονται από τα κεφαλαιακά κέρδη γιατί διαφορετικά ο επενδυτής επωμίζεται μικρότερο κόστος και ενδεχομένως και κέρδος (Fama E.F. & French K.R., 1999)²⁸.

Κάτι τελευταίο αναφορικά με το P/E είναι ότι σε συνδυασμό με το οριακό κέρδος των επιχειρήσεων θα μπορούσε να λειτουργήσει ως μηχανισμός πρόβλεψης για το εάν μία επιχείρηση είναι υποτιμημένη ή υπερτιμημένη. Αυτό απεικονίζεται παρακάτω με τη μορφή μήτρας (Damodaran A., 1999)²⁹.

MV/Sales		
<i>Overvalued</i> Low Margin High P/S	High Margin High P/S	
		Profit Margin
Low Margin Low P/S	<i>Undervalued</i> High Margin Low P/S	

Βιβλιογραφία κεφαλαίου 2

1. Miller, Merton H. and Modigliani F., "Dividend Policy, Growth and The Valuation of Shares", Journal of Business, Vol. 34, pages 411-433, 1961
2. Modigliani F. and Miller, Merton H., 'Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction", American Economic Review, Vol. 53, No.3, pages 433-442, 1963
3. Kaplan S.N. and Ruback R.S., "The Valuation of Cash Flow Forecasts: An Empirical Analysis", Journal of Finance, Vol. 50, No 4, pages 1059-1093, 1995
4. Gilson, Stuart C., Hotchkiss E.S. and Ruback R.S., "Valuation of Bankrupt Firms", Review of Financial Studies, Vol.13, No 1, pages 43-74, 2000
5. Martin J.D. and Petty J.W., Value Based Management: The Corporate Response to the Shareholder Revolution, Boston MA, Harvard Business School Press, 2000
6. Lamdin D.J., "Valuation with the Discounted Dividend Model when Corporations Repurchase" Financial Practice and Education, Vol. 10, No. 1, pages 252-255, 2000
7. Damodaran Aswath, "Firms With no Earnings, no History and no Comparables, Can Amazon.com be Valued?", Stern School of Business, 44 West Fourth Street, New York, NY 10012, March 2000
8. Looser U. and Schläpfer B., The New Venture Adventure: Succeed with Professional Business Planning, McKinsey & Company, 2001
9. Copeland T., Koller T., Murrin J., Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, 3rd edition, John Wiley & Sons Inc, 2000
10. Wildberger K., & Georgeson H., "DCF Vs Real Options: How to best Value online Financial Companies (with an application to Egg)", MBA Working Paper, INSEAD, 2001
11. Fisher R. & Uri W. , Getting to YES: negotiating agreement without giving in, Penguin, New York, 2nd edition, 1991
12. Ranking E, Acquisitions, John Wiley & Sons Inc 1997
13. Jackson A., "The How and Why of EVA at CS First Boston", Journal of Applied Corporate Finance, vol. 9, N.1, pp. 98 – 103, 1996

14. Copeland T., Koller T., Murrin J. ό. π. σελ. 5
15. Damodaran Aswath, Investment analysis, 2nd edition, John Wiley & Sons Inc., 2002
16. O' Byrne F. Stephen, "EVA and its Critics", Shareholder Value Advisors Inc., Bank of America, Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 12, No 2, 1999
17. Damodaran Aswath, The dark side of valuation, 1st edition, John Wiley & Sons Inc., 1999
18. Bodie Z., & Merton R. C., Finance, 2nd edition, Prentice Hall, 2000
19. Fernández Pablo, "Valuing companies by cash flow discounting: ten methods and nine theories", IESE Business school, Spain, 2001
20. Bodie Z., Kane A., Marcus A.J., Investments, 5th edition, Mc Graw Hill International editions, 2001
21. Damodaran Aswath, ό. π. σελ. 14
22. Θωμαδάκης Σ., Ξανθάκης Μ., Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου, Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα 1990
23. Wildberger K., & Georgeson H., "DCF Vs Real Options: How to best Value online Financial Companies (with an application to Egg)", MBA Working Paper, INSEAD, 2001
24. Damodaran Aswath, ό. π. σελ. 14
25. Fernández Pablo, "Valuation using multiples: how do analysts reach their conclusions?", Working Paper, IESE Business school, Spain, 2001
26. Damodaran Aswath, Investment analysis, John Wiley & Sons Inc., 1996
27. Damodaran Aswath, ό. π. σελ. 14
28. Fama Eugene F. and French Kenneth R., "The corporate cost of capital and the return on corporate investment", The journal of Finance, Vol. LIV, No. 6, 1999
29. Damodaran Aswath, ό. π. σελ. 14

3. Ενοποιημένοι Ισολογισμοί και τι Προβλέπεται από τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα στις Περιπτώσεις Συγχωνεύσεων & Εξαγορών^{1, 2}

Ανεξαρτήτως της νομικής μορφής μιας επιχείρησης, η ένωση δύο εταιριών μπορεί να γίνει είτε ως συγχώνευση είτε ως εξαγορά ανάλογα με τα δεδομένα της συγκεκριμένης περίπτωσης. Η συγχώνευση προϋποθέτει ότι τα δικαιώματα της ιδιοκτησίας των δύο επιχειρήσεων παραμένουν στην ουσία αμετάβλητα στην καινούρια εταιρία. Στην περίπτωση της εξαγοράς μία επιχείρηση αποκτά τα περιουσιακά στοιχεία, τις λειτουργίες ή τα δικαιώματα ιδιοκτησίας από μια άλλη επιχείρηση ή από τους προηγούμενους ιδιοκτήτες.

Όταν έχουμε εξαγορά, τα περιουσιακά στοιχεία και οι υποχρεώσεις αποτιμούνται σε τρέχουσες αξίες και αν το σύνολο ενεργητικού και παθητικού υπερβαίνει την τιμή εξαγοράς, το πλεόνασμα αναγράφεται ως υπεραξία (goodwill). Η υπεραξία προκύπτει μόνο σε περίπτωση εξαγοράς. Στην περίπτωση της συγχώνευσης, τα περιουσιακά στοιχεία και οι υποχρεώσεις μετατρέπονται με τη λογιστική αξία που είχαν πριν την ενοποίηση. Όταν η εξαγοράζουσα επιχείρηση ενώνεται με την εξαγοράζων επιχείρηση τότε τα περιουσιακά στοιχεία και οι υποχρεώσεις καταχωρούνται απευθείας στα βιβλία του επιζήσαντα οργανισμού. Ο χειρισμός της συναλλαγής προσδιορίζεται είτε ως συγχώνευση είτε ως εξαγορά ανάλογα με τις συνθήκες που υπαγορεύει ο IAS 22 (International Accounting Standards). Ωστόσο, όταν ο εξαγοράζων αποκτά την πλειοψηφία ή το σύνολο του μετοχικού κεφαλαίου της εξαγοράζουσας επιχείρησης (που παραμένει ξεχωριστή νομική οντότητα), τα περιουσιακά στοιχεία της εξαγοράζουσας εταιρίας δε θα καταχωρηθούν στα βιβλία του εξαγοράζων. Σε αυτήν την περίπτωση ετοιμάζονται ενοποιημένες λογιστικές καταστάσεις. Τα σημαντικότερα ζητήματα στην προετοιμασία ενοποιημένων λογιστικών καταστάσεων είναι:

1. Η κατάλληλη λογιστική βάση για τα περιουσιακά στοιχεία και τις υποχρεώσεις των επιχειρήσεων που ενοποιούνται
2. Η απόφαση για το πώς θα μεταχειριστεί μια ενοποίηση, ως εξαγορά ή ως συγχώνευση

3. Η εξάλειψη ενδοεταιρικών λογαριασμών και συναλλαγών στην προετοιμασία ενοποιημένων λογιστικών καταστάσεων

3.1. Συγχώνευση

Το IAS 22 περιέχει ορισμένα κριτήρια για το πότε είναι κατάλληλη η λογιστική συγχώνευση. Τα 3 κριτήρια που πρέπει να πληρούνται είναι:

1. Οι μέτοχοι των εταιριών που συγχωνεύονται πρέπει να επιτύχουν μια διαρκή και αμοιβαία συμμετοχή στο ρίσκο και στα οφέλη που προκύπτουν
2. Η βάση της συναλλαγής πρέπει να είναι κατά βάση μια ανταλλαγή κοινών μετοχών (με δικαίωμα ψήφου) ανάμεσα στις εταιρίες που συγχωνεύονται.
3. Το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων και των λειτουργιών των δύο εταιριών ενώνονται σε μία οντότητα.

Το πρώτο από αυτά τα κριτήρια σχετίζεται με τη διαρκή συμμετοχή στο ρίσκο και στα οφέλη των μετόχων των εταιριών. Για να επιτευχθεί αυτό, σύμφωνα με το IAS 22, τα επόμενα πρέπει να συμβούν:

1. Η πλειοψηφία του κοινού μετοχικού κεφαλαίου με δικαίωμα ψήφου, αν όχι όλο, των εταιριών που συγχωνεύονται ανταλλάσσονται
2. Η καθαρή αξία της μιας επιχείρησης δεν είναι σημαντικά διαφορετική από της άλλης
4. Οι μέτοχοι κάθε επιχείρησης διατηρούν τα ίδια δικαιώματα ψήφου όπως και πριν τη συγχώνευση

Ενδείξεις πως δεν έχει λάβει χώρα συγχώνευση

1. Η σχετική ισότητα της τρέχουσας αξίας των επιχειρήσεων που συγχωνεύονται μειώνεται και το ποσοστό της ανταλλαγής κοινών μετοχών με δικαίωμα ψήφου μικραίνει
2. Οι συμφωνίες που έχουν γίνει παρέχουν πλεονεκτήματα στη μία μερίδα των μετόχων σε βάρος της άλλης είτε πριν είτε μετά τη συγχώνευση
3. Η μερίδα της μιας ομάδας μετόχων στο κεφάλαιο της επιχείρησης που προκύπτει μετά τη συγχώνευση εξαρτάται από το πώς λειτουργεί τώρα (μετά τη συγχώνευση) η επιχείρηση που έλεγχαν πριν.

Λογιστική Διαδικασία

Οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις των εταιριών που συγχωνεύονται, για την περίοδο της συγχώνευσης πρέπει να περιλαμβάνουν τα περιουσιακά στοιχεία, τις υποχρεώσεις, τα έσοδα και τα έξοδα και των δύο επιχειρήσεων σαν να ήταν από πάντα ενωμένες. Δεν καθιερώνεται δηλαδή νέα βάση λογιστικής.

Υπεραξία υπάρχει μόνο σε περίπτωση εξαγοράς και όχι συγχώνευσης και πρόκειται για τη διαφορά ανάμεσα στην τρέχουσα αξία των παγίων και την τιμή εξαγοράς. Εάν η τιμή εξαγοράς είναι μικρότερη από την τιμή κτήσης των παγίων τότε μιλάμε για αρνητική υπεραξία.

Μολονότι είναι εύκολο να τακτοποιηθεί λογιστικά μία συγχώνευση με την ένωση και καταγραφή των περιουσιακών στοιχείων, υποχρεώσεων και κεφαλαίων στην ενότητα του κεφαλαίου στις επιχειρήσεις, μπορεί να χρειαστεί να γίνουν και κάποιες αλλαγές. Αυτό γιατί ανάλογα με τη νομική μορφή της ένωσης και της τιμής της μετοχής στο άρτιο, ίσως χρειαστεί να κεφαλαιοποιηθεί ορισμένο ή όλο το ποσό των αδιανέμητων κερδών από τη μία ή και τις δύο επιχειρήσεις που συγχωνεύονται. Επιπλέον, τα διάφορα έξοδα που προκύπτουν κατά την αποπεράτωση της συγχώνευσης πρέπει να αναγνωρίζονται ως έξοδα κατά την περίοδο που γίνονται, δε μπορούν να κεφαλαιοποιηθούν ούτε να προσαρμοστούν σε βάρος του κεφαλαίου.

Η ιστορική βάση των περιουσιακών στοιχείων και των υποχρεώσεων κανονικά συνεχίζει να υφίσταται αλλά σε περίπτωση που χρησιμοποιούνται διαφορετικές λογιστικές αρχές τότε αυτές θα πρέπει να προσαρμοστούν όπου είναι δυνατόν. Εάν μία από τις επιχειρήσεις που συγχωνεύονται παρουσιάζει ζημιές, αυτές μεταφέρονται στην καινούρια επιχειρησιακή οντότητα. Δε μπορούν να μειωθούν ή να μηδενιστούν ως συνέπεια της συγχώνευσης.

Επίσης, είναι απαραίτητο να παρουσιαστούν για τη νέα επιχείρηση όλες οι περίοδοι σε ενοποιημένη βάση. Έτσι, αν μόνο ένα έτος παρουσιάζει ζημιές, θα παρουσιαστεί σαν η συγχώνευση να έγινε στην αρχή εκείνης της χρονιάς. Αυτό προκύπτει από το γεγονός ότι η συγχώνευση δεν είναι ένα διακριτό οικονομικό γεγονός αλλά μία ένωση συμφερόντων. Έτσι, μετά την ημερομηνία της ένωσης, οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις θα πρέπει να δείχνουν και τα αποτελέσματα των λειτουργιών αυτών των επιχειρήσεων σαν να ήταν από

πάντα ενωμένες. Τέλος, εάν οι επιχειρήσεις που συγχωνεύονται είχαν μεταξύ τους λογαριασμούς και συναλλαγές, όλα αυτά πρέπει να εξαλειφθούν στο σημείο που γίνεται.

Εξαγορά

Στις περισσότερες ενώσεις επιχειρήσεων, η μία έχει τον έλεγχο πάνω στην άλλη και έτσι η ταυτότητα του εξαγοράζοντος μπορεί εύκολα να προσδιοριστεί. Γενικά, η επιχείρηση που αποκτά πάνω από το μισό των δικαιωμάτων ψήφου από την άλλη είναι ο εξαγοράζων. Ενδείξεις για το ποιος είναι ο εξαγοράζων είναι:

- 1.Όταν η τρέχουσα αξία της μιας επιχείρησης μπορεί να είναι σημαντικά μεγαλύτερη από αυτή της άλλης τότε αυτή θεωρείται ο εξαγοράζων.
- 2.Όταν η ένωση πραγματοποιείται με ανταλλαγή μετοχών (με δικαίωμα ψήφου) έναντι μετρητών, η επιχείρηση που πλήρωσε τα μετρητά μπορεί να θεωρηθεί ο εξαγοράζων.
- 3.Όταν το management της μιας επιχείρησης είναι ικανό να επιβάλει την επιλογή του στη διοίκηση της νέας εταιρίας, τότε αυτή μπορεί να θεωρηθεί ο εξαγοράζων.

Το μεγαλύτερο λογιστικό θέμα σχετίζεται με την κατανομή του κόστους της εξαγοράς στα διάφορα περιουσιακά στοιχεία και στις υποχρεώσεις που αποκτούνται. Σε περίπτωση συγχώνευσης όλα τα περιουσιακά στοιχεία καταγράφονται σε τρέχουσες αξίες ενώ στην εξαγοράς τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης που αγοράζει καταγράφονται σε λογιστικές αξίες και η υπεραξία αποσβένεται συνήθως με τη σταθερή μέθοδο απόσβεσης.

Το άλλο ιδιαίτερο χαρακτηριστικό της λογιστικής μεθόδου της εξαγοράς είναι ότι κανένας από τους λογαριασμούς του κεφαλαίου της εξαγοράζουσας επιχείρησης, συμπεριλαμβανομένων και των αδιανέμητων κερδών, δεν εμφανίζεται στα βιβλία της επιχείρησης που αγοράζει ούτε σε ενοποιημένες λογιστικές καταστάσεις. Με άλλα λόγια, τα δικαιώματα ιδιοκτησίας των μετόχων της εξαγοράζουσας επιχείρησης παύουν να υπάρχουν μετά την εξαγορά ή τη συγχώνευση.

Η λογιστική της εξαγοράς

Η μέθοδος της εξαγοράς χρησιμοποιείται για την καταγραφή της εξαγοράς. Η συναλλαγή πρέπει να καταγραφεί με έναν τρόπο παρόμοιο όπως σε αγορές περιουσιακών στοιχείων. Η εξαγορά θα πρέπει να αναγνωρίζεται από την ημέρα που λαμβάνει χώρα, από τη στιγμή που μια διακριτή συναλλαγή δημιουργεί μια νέα μορφή ένωσης, στιγμή που προκλήθηκε από μία αλλαγή στην ιδιοκτησία. Τα διεθνή λογιστικά πρότυπα προτείνουν ότι η κρίσιμη ημέρα είναι εκείνη κατά την οποία ο έλεγχος των περιουσιακών στοιχείων και των λειτουργιών της εξαγοράζουσας επιχείρησης περνά στην άλλη που έκανε την αγορά. Μια σημαντική επίπτωση αυτού του κανόνα είναι το γεγονός ότι τα αποτελέσματα των λειτουργιών του εξαγοραζόμενου συμπεριλαμβάνονται μόνο από την ημέρα της συναλλαγής.

Καθορισμός της τιμής απόκτησης

Το πρωταρχικό μέτρο για τον καθορισμό της τιμής εξαγοράς θα πρέπει να είναι η τρέχουσα αξία των όποιων περιουσιακών στοιχείων συμπεριλαμβάνονται στην συναλλαγή. Εκτός από τα μετρητά, σε οποιοδήποτε άλλο περιουσιακό στοιχείο, η τρέχουσα τιμή μπορεί να είναι διαφορετική από τη λογιστική αξία που είναι καταγεγραμμένη στα βιβλία. Παρόμοια, το κοινό μετοχικό κεφάλαιο του εξαγοράζοντος θα έχει σχεδόν πάντα τρέχουσα αξία διαφορετική από την ονομαστική. Εάν υπάρχει ενεργή αγορά μετοχών, η αναφορά θα πρέπει να γίνει στην καθορισμένη τιμή εκείνης της περιόδου αν και μια μικρή έκπτωση μπορεί να γίνει για να αντικατοπτρίσει το γεγονός ότι η μεγάλη προσφορά των μετοχών θα είχε δημιουργήσει πιέσεις στην τιμή της μετοχής εάν βέβαια λειτουργούμε σε αποτελεσματική αγορά. Εάν η τρέχουσα τιμή της μετοχής δεν τείνει να είναι ένας αξιόπιστος εκτιμητής, μπορούμε να λάβουμε υπόψη και τις τιμές για μια περίοδο ημερών πριν και μετά την ανακοίνωση των όρων της εξαγοράς. Εάν η μετοχή δε διαπραγματεύεται καθόλου η διαπραγμάτευση με περιορισμού θα ήταν απαραίτητο να καθορίσει μια λογική τιμή σε συνεργασία με τράπεζες επενδύσεων και ειδικούς. Η λογιστική αξία των περιουσιακών στοιχείων ακόμα και εάν αυτά έχουν αναπροσαρμοστεί στην τρέχουσα αξία τους με βάση το IAS 16 δε θα πρέπει να ληφθούν υπόψη εκτός εάν συνοδεύονται από

άλλα περιουσιακά στοιχεία. Εάν η εξαγορά είναι να γίνει με διαφορετική βάση τότε το κόστος θα είναι η παρούσα αξία των μελλοντικών πληρωμών προεξοφλημένες με το κόστος δανεισμού του εξαγοράζοντος.

Σταδιακή Εξαγορά

Σε αρκετές περιπτώσεις, ο έλεγχος μιας επιχείρησης από μία άλλη δεν επιτυγχάνεται μόνο με μία συναλλαγή αλλά με μία σειρά τέτοιων συναλλαγών. Για παράδειγμα, μια επιχείρηση μπορεί να αποκτήσει το 25% μιας άλλης και να αποκτήσει ύστερα από λίγο χρόνο άλλο ένα 20% και μετά ένα 10% ακόμα έπειτα από ένα χρόνο. Το τελευταίο αυτό βήμα δίνει στον εξαγοράζων το 55% και άρα τον έλεγχο. Το IAS 22 δηλώνει ότι το κόστος εξαγοράς μετριέται σε σχέση με το κόστος και την τρέχουσα αξία κάθε μιας συναλλαγής. Ένα σημαντικό στοιχείο στην περίπτωση αυτή είναι το γεγονός ότι από τη διαφορά ανάμεσα στο κόστος και στην τρέχουσα αξία προκύπτει υπεραξία (ή αρνητική υπεραξία) η οποία θα πρέπει να υπολογιστεί και να αποσβεστεί όπως έχουμε ήδη πει. Το ποσό της αναπόσβεστης υπεραξίας στην ημερομηνία της επόμενης συναλλαγής δε θα πρέπει να συγχωνευθεί στον υπολογισμό της νέας υπεραξίας. Με άλλα λόγια, κάθε βήμα της εξαγοράς θα πρέπει να υπολογίζεται ως ξεχωριστή εξαγορά.

Όταν ο έλεγχος έχει επέλθει, εάν προχωρήσουμε σε σύνταξη ενοποιημένων λογιστικών καταστάσεων, οι τρέχουσες αξίες που πρέπει να εμφανιστούν για τα περιουσιακά στοιχεία της εξαγοράζουσας επιχείρησης θα είναι ένα κατάλληλο μίγμα των τρεχουσών αξιών των διαφόρων σταδίων της εξαγοράς.

Καταγραφή περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων

Όπως είπαμε και προηγουμένως, τα περιουσιακά στοιχεία και οι υποχρεώσεις που οικιοποιούνται σε μία ένωση επιχειρήσεων, πρέπει να αποτιμούνται σε τρέχουσες αξίες. Έτσι, είναι απαραίτητος ο προσδιορισμός της τρέχουσας αξίας για κάθε περιουσιακό στοιχείο και υποχρέωση της εξαγοράζουσας επιχείρησης στην ημερομηνία της εξαγοράς. Η λίστα πιο κάτω μας δείχνει πως μπορεί να γίνει αυτή η αποτίμηση για διάφορα περιουσιακά στοιχεία και υποχρεώσεις.

- 1) Marketable securities: Τρέχουσες αγοραίες αξίες
 - 2) Non-marketable securities: Εκτιμηθείσα τρέχουσα αξία καθορισμένη σε μία βάση σχετική με του δείκτη P/E, μερισματική απόδοση, ρυθμού ανάπτυξης παρόμοιων χρεογράφων επιχειρήσεων με τα ίδια χαρακτηριστικά.
 - 3) Πελάτες: Παρούσα αξία των ποσών που είναι να εισπραχθούν χρησιμοποιώντας τρέχων επιτόκιο, έχοντας υπόψη όμως, και την περίπτωση των επισφαλών απαιτήσεων.
 - 4) Αποθέματα: α) Έτοιμα προϊόντα: εκτιμώμενες τιμές πώλησης μείον το κόστος πωλήσεων και ένα λογικό κέρδος, β) παραγωγή σε εξέλιξη: εκτιμώμενες τιμές πώλησης έτοιμων προϊόντων μείον το κόστος περάτωσης των προϊόντων, το κόστος πωλήσεων και ένα λογικό κέρδος.
 - 5) Κτίρια και μηχανήματα: α) Εάν πρόκειται να χρησιμοποιηθούν στην παραγωγή:τρέχουσα αγοραία αξία όπως καθορίζεται από εκτίμηση. Αν δεν υπάρχουν αυτά τα στοιχεία τότε χρησιμοποιούνται αποσβεσμένες τιμές αντικατάστασης. β) Εάν πρόκειται να χρησιμοποιηθούν προσωρινά: στο ελάχιστο από το τρέχον κόστος αντικατάστασης για παρόμοια παραγωγική δυναμικότητα. γ) Εάν πρόκειται να πουληθούν: τρέχουσα πραγματοποιήσιμη αξία
 - 6) Άυλα περιουσιακά στοιχεία: εκτιμηθείσα τρέχουσα αξία
 - 7) Προβλέψεις για συνταξιοδοτικά προγράμματα: Η ασφαλιστική παρούσα αξία των υποσχόμενων παροχών καθαρό από την τρέχουσα αξία σχετικών περιουσιακών στοιχείων
 - 8) Υποχρεώσεις: Παρούσα αξία ποσών που πρόκειται να πληρωθούν καθορισμένη με το ανάλογο τρέχον επιτόκιο.
- Το IAS 22 κατηγορηματικά απαιτεί σε ορισμένες περιπτώσεις όπως είναι οι χρηματικές υποχρεώσεις, η τρέχουσα αξία να προσδιορίζεται με τη χρήση της προεξόφλησης. Σε άλλες περιπτώσεις, όπως για παράδειγμα στα άυλα περιουσιακά στοιχεία, η προεξόφληση δεν απαιτείται κατηγορηματικά. Ωστόσο, τα διεθνή λογιστικά πρότυπα επιτρέπουν τη χρήση της προεξόφλησης στον καθορισμό της τρέχουσας αξίας για κάθε περιουσιακό στοιχείο και υποχρέωση.

Κατανομή του κόστους εξαγοράς όταν εξαγοράζων αποκτά λιγότερο από το 100% του εξαγοραζόμενου.

Σε αυτήν την περίπτωση, το μέρος της εξαγοράζουσας που δεν ανήκει στον εξαγοράζων αναφέρεται ως δικαίωμα μειοψηφίας. Το λογιστικό ζήτημα εδώ είναι εάν θα υπολογιστεί υπεραξία ή το gross up the balance sheet για το μερίδιο της μειοψηφίας. Γενικά, εφόσον η μειοψηφία δε συμμετέχει στη συναλλαγή της εξαγοράς δε μπορεί να υπάρξει και αξίωση πάνω σε ενδεχόμενη υπεραξία.

Από την άλλη μεριά όμως, αν δεν απεικονιστεί το δικαίωμα μειοψηφίας σε τρέχουσα αγοραία αξία, θα δημιουργηθεί ένας ισολογισμός που θα είναι ένα αμάλγαμα παλιού και νέου κόστους. Τα διεθνή λογιστικά πρότυπα επιτρέπουν και τις δύο παραπάνω θέσεις.

Μέθοδος συγκριτικής αξιολόγησης: Με αυτή τη μέθοδο το δικαίωμα μειοψηφίας που εμφανίζεται στον ενοποιημένο ισολογισμό, θα είναι το ποσοστό της μειοψηφίας επί τα περιουσιακά στοιχεία του εξαγοραζόμενου όπως καταγράφονται στον ισολογισμό του. Η υπεραξία θα καταγράφεται για να αντικατοπτρίσει μόνο το πλεόνασμα που πλήρωσε ο εξαγοράζων με βάση τη διαφορά της τιμής εξαγοράς και της τρέχουσας αξίας των περιουσιακών στοιχείων που αποκτήθηκαν. Αυτό συμβαίνει γιατί, η εκτίμηση πρέπει να γίνει για το κομμάτι που εξαγοράστηκε και όχι για το υπόλοιπο μέρος που αντιπροσωπεύει τη μειοψηφία. Αυτή η μέθοδος χειρίζεται τις εξαγορές επιχειρήσεων όπως κάθε άλλο είδος αγοράς περιουσιακών στοιχείων.

Επιτρεπόμενη εναλλακτική μέθοδος: Με αυτή τη μέθοδο, το δικαίωμα μειοψηφίας που εμφανίζεται στον ενοποιημένο ισολογισμό θα είναι το ποσοστό της μειοψηφίας επί τα περιουσιακά στοιχεία της εξαγοράζουσας όπως καταγράφονταν. Η υπεραξία θα καταγραφεί ακριβώς όπως και στην προηγούμενη μέθοδο. Αυτή η μέθοδος χρησιμοποιεί την τιμή εξαγοράς σαν ένα δείκτη για την αξία όλης της εξαγοράζουσας επιχείρησης. Το πλεονέκτημα αυτής της μεθόδου είναι ότι χρησιμοποιεί τα πιο πρόσφατα αντικειμενικά στοιχεία αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων.

3.3. Ενοποιημένες Χρηματοοικονομικές Καταστάσεις (Ε.Χ.Κ.)

Προϋποθέσεις Ε.Χ.Κ.: Το IAS 27 περιγράφει τις προϋποθέσεις για την παρουσίαση Ε.Χ.Κ. Βασικά, εάν μία επιχείρηση ελέγχει μία άλλη απαιτούνται Ε.Χ.Κ. εκτός εάν συνέτρεχαν ειδικοί λόγοι. Η μητρική επιχείρηση έχει τον έλεγχο σε μία άλλη επιχείρηση όταν έχει παραπάνω από το μισό των ψήφων, άμεσα ή έμμεσα μέσω θυγατρικών της. Μπορεί επίσης να έχει τον έλεγχο ως αποτέλεσμα κάποιας συμφωνίας.

Σε περιορισμένες περιπτώσεις, ο πλειοψηφών ιδιοκτήτης μπορεί να μην έχει το λειτουργικό έλεγχο και έτσι να μην απαιτείται η σύνταξη Ε.Χ.Κ.. Αυτό ισχύει όταν ο έλεγχος είναι προσωρινός γιατί η επιχείρηση που αποκτήθηκε με την πρόθεση της σύντομης διάθεσής της. Επίσης ισχύει ένα η επιχείρηση που αποκτήθηκε λειτουργεί κάτω από αυστηρή επιτήρηση κάτι που περιορίζει την ικανότητα της για μετακινήσεις κεφαλαίων στη μητρική επιχείρηση. Σε αυτή την περίπτωση ισχύει ότι προβλέπει το IAS 25. Στο παρελθόν, ήταν σύνηθες να αποκλείονται από τις Ε.Χ.Κ. θυγατρικές με τη δικαιολογία της ανομοιογένειας των λειτουργιών. Το IAS 27 διευκρινίζει ότι πλέον, τέτοιοι λόγοι δε θα γίνονται δεκτοί. Εάν οι Ε.Χ.Κ. χρειάζονται παραπέρα επεξήγηση υπάρχουν συμπληρωματικές Ε.Χ.Κ. που δείχνουν τι ισχύει για κάθε εταιρία ξεχωριστά.

[Λογαριασμοί και συναλλαγές μέσα στον όμιλο](#)

Όταν προετοιμάζονται Ε.Χ.Κ. όποια συναλλαγή ανάμεσα σε μέλη του ομίλου πρέπει να εξαλειφθούν. Επίσης, εάν υπάρχουν υπόλοιποι λογαριασμοί από μέλη του ομίλου στην ημερομηνία του ισολογισμού πρέπει επίσης να εξαλειφθούν. Ο λόγος για αυτό είναι για να αποφύγουμε “φούσκωμα” των χρηματοοικονομικών καταστάσεων με υπόλοιπα λογαριασμών, τα οποία δεν αντιπροσωπεύουν οικονομικά γεγονότα εκτός του ομίλου. Εάν περιουσιακά στοιχεία έχουν μεταφερθεί ανάμεσα στις επιχειρήσεις του ομίλου σε ποσό μεγαλύτερο από το κόστος κτήσης και δεν έχουν αποσβεστεί κατά την

ημερομηνία του ισολογισμού, το κέρδος από αυτές τις συναλλαγές πρέπει να εξαλειφθεί.

Διαφορετικές οικονομικοί περίοδοι για μητρική και θυγατρική

Όταν ετοιμάζονται Ε.Χ.Κ. είναι πρακτικό να υπάρχουν πληροφορίες για όλες τις εταιρίες του ομίλου στην ίδια χρονική βάση με την οικονομική περίοδο της μητρικής εταιρίας. Διαφορετικά, οι θυγατρικές θα πρέπει να συγχρονίσουν τα δεδομένα τους με αυτά της μητρικής. Το IAS 27 επιτρέπει την ενοποίηση πληροφοριών από διαφορετικές ημερομηνίες αρκεί να διαφέρουν μέχρι τρεις μήνες. Βέβαια εάν γίνει αυτό είναι εύλογο να συμπεράνει κανείς ότι η διαδικασία διαγραφής συναλλαγών και υπολοίπων γίνεται λίγο πιο περίπλοκη.

Συμβατότητα λογιστικών μεθόδων

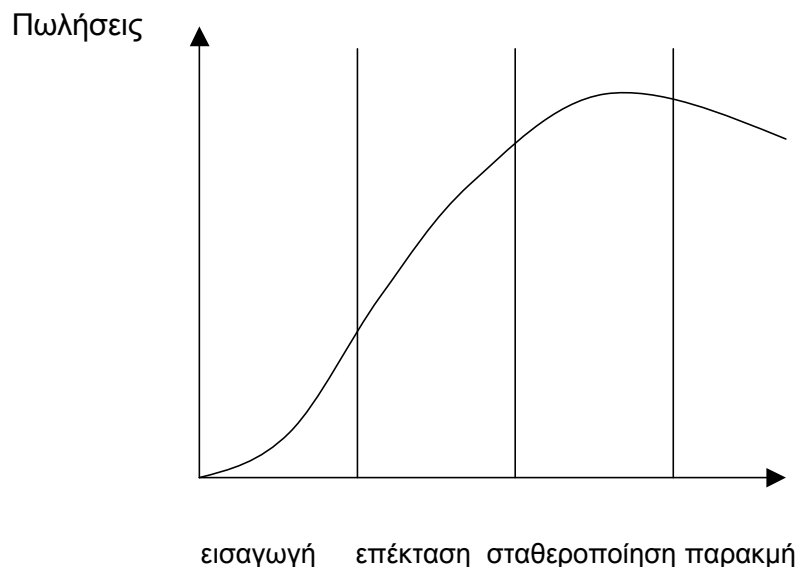
Σε πολλές περιπτώσεις, τα μέλη του ομίλου δε χρησιμοποιούν τις ίδιες λογιστικές αρχές για να καταχωρούν γεγονότα και συναλλαγές. Για παράδειγμα μία θυγατρική μπορεί να χρησιμοποιεί τη μέθοδο κοστολόγησης LIFO για τα αποθέματά της και η μητρική επιχείρηση να χρησιμοποιεί τη LIFO. Το IAS 27 δεν απαιτεί να αλλάξει κάποια εταιρία μέθοδο. Αυτό που απαιτεί είναι να υπάρχει διαφάνεια στο ποιες λογιστικές μέθοδοι και αρχές χρησιμοποιούνται.

Βιβλιογραφία κεφαλαίου 3

1. Epstein J. Barry, Mirza Abbas Ali, Interpretation and Application of International Accounting Standards, John Wiley & Sons Inc., 2002
2. Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα, εκδόσεις σωματος ορκωτων ελεγκτων λογιστων (ΣΟΕΛ), 2002

4. Ανάλυση Κλάδου Χρηματοδοτικής Μίσθωσης (Leasing)

Μετά την παρουσίαση των μεθόδων και των εργαλείων αποτίμησης, ερχόμαστε στην ανάλυση του κλάδου και συγκεκριμένα του κλάδου του leasing στον οποίο δραστηριοποιείται και η εταιρία OTE Leasing την οποία και θα αποτιμήσουμε. Αυτό που θα πρέπει να αναφέρουμε πρώτα είναι η θεωρία του κύκλου ζωής της επιχείρησης. Όλα τα προϊόντα, οι επιχειρήσεις και οι κλάδοι εξελίσσονται δια μέσου ορισμένων σταδίων ανάπτυξης όπως φαίνεται στο παρακάτω σχήμα:

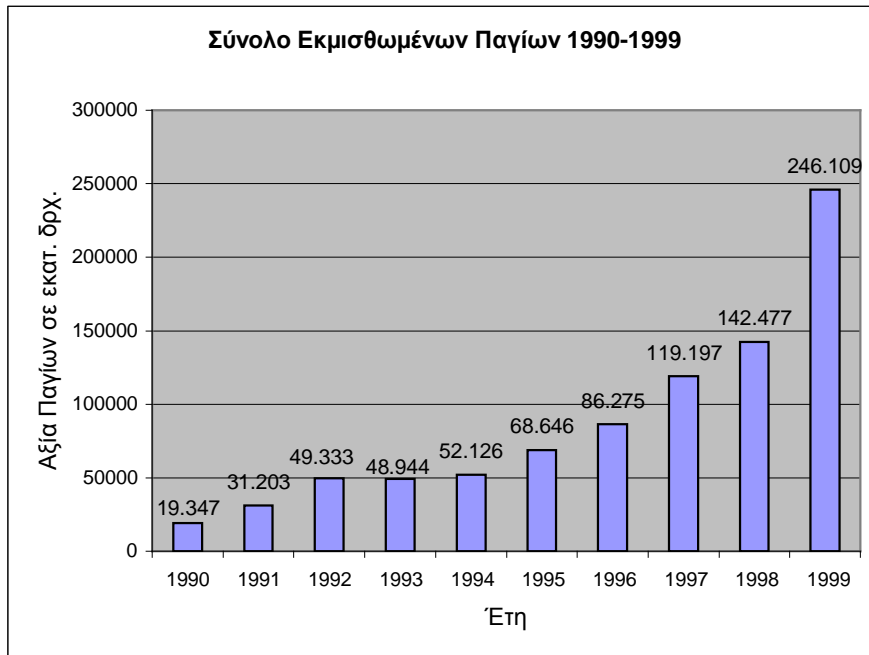


Διάγραμμα: Τα στάδια του κύκλου ζωής των κλάδων

Η ζωή ενός κλάδου μπορεί να χωριστεί σε τέσσερα στάδια: εισαγωγής, επέκτασης, σταθεροποίησης και παρακμής. Ο κλάδος της χρηματοδοτικής μίσθωσης βρίσκεται στο στάδιο της επέκτασης. Οι επιχειρήσεις που συνεχίζουν να δραστηριοποιούνται στο χώρο δυναμώνουν τόσο σε μερίδιο αγοράς όσο και χρηματοοικονομικά κυρίως μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων όπως θα δούμε παρακάτω. Στην ελληνική αγορά σήμερα δραστηριοποιούνται 11 εταιρίες οι οποίες είναι όλες τους θυγατρικές

τραπεζών. Αυτό αποδεικνύει και πόσο εξαρτάται η πορεία του κλάδου από την αντίστοιχη πορεία του τραπεζικού. Σημειώνεται επίσης ότι ο θεσμός του leasing καλύπτει περίπου το 5% των ακαθάριστων επενδύσεων παγίου κεφαλαίου στη χώρα μας και σε καμία περίπτωση δεν έχει πλησιάσει τα επίπεδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης και των Η.Π.Α. Το αντίστοιχο ποσοστό στις χώρες της Ε.Ε. βρίσκεται στο 17% των ετήσιων επενδύσεων, ενώ στις Η.Π.Α. υπερβαίνει το 30%. (ΧΡΗΜΑ, Leasing: εναλλακτική λύση ή πλήρες πακέτο χρηματοδότησης; Νοέμβριος 2000)¹.

Ενδιαφέρον παρουσιάζουν οι μισθώσεις leasing που συνάφθηκαν στο διάστημα 1990-1999. Όπως διαπιστώνεται, η εξέλιξη των νέων μισθώσεων leasing ήταν ραγδαία μέχρι το 1992. Το 1993 υπήρξε ελαφρά κάμψη των νέων μισθώσεων, ενώ το 1994 οι νέες μισθώσεις αυξήθηκαν κατά 6,5%. Πολύ μεγάλη αύξηση, της τάξεως του 31,6% παρουσιάστηκε κατά τη διάρκεια του 1995. Η αύξηση αυτή συνεχίστηκε με χαμηλότερους ρυθμούς (25,6%) και για το 1996, ενώ το 1997 υπήρξε νέα εντυπωσιακή άνοδος, της τάξεως του 38,2% η οποία οφείλεται κατά κύριο λόγο στη δραστηριοποίηση τριών νέων εταιριών leasing (ΟΤΕ Leasing, Κύπρου Leasing και Λαϊκή Leasing). Το 1998 τα νέα εκμισθωμένα πάγια αυξήθηκαν κατά 19,5% ενώ το 1999 υπήρξε εκρηκτική άνοδος της τάξεως του 72,7%, εξαιτίας της ψήφισης του νόμου για τη χρηματοδοτική μίσθωση ακινήτων, αλλά και λόγω της λειτουργίας της Eurobank Leasing. Αυτά απεικονίζονται στο παρακάτω διάγραμμα:



πηγή: ΟΤΕ Leasing

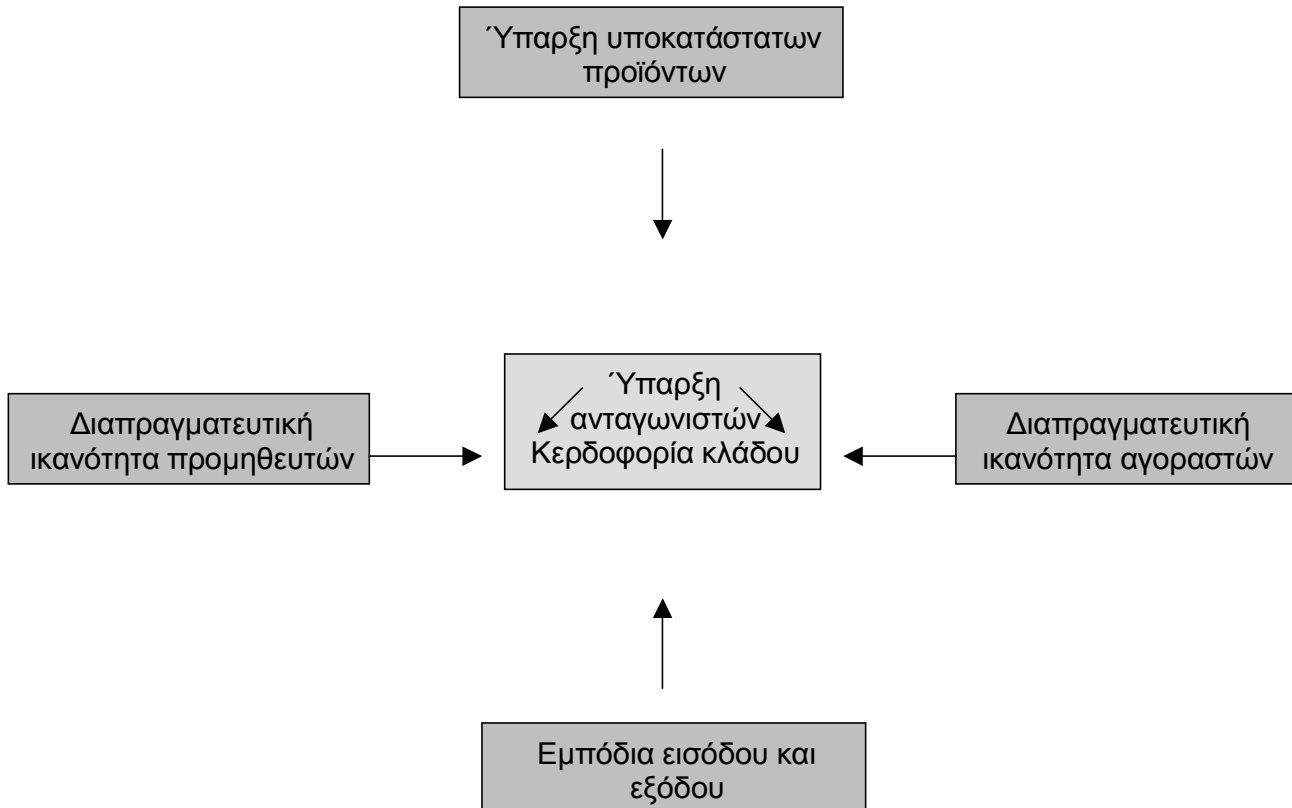
Στο τέλος της ενότητας της ανάλυσης του κλάδου παραθέτονται και η διαγραμματική απεικόνιση των μεριδίων αγοράς όσον αφορά τα νέα πάγια, τους τομείς επιχειρηματικής δραστηριότητας, τη διάρκεια των νέων συμβάσεων, τη γεωγραφική κατανομή και το είδος εξοπλισμού για κάθε εταιρία χρηματοδοτικής μίσθωσης για τα έτη 1999 και 2000.

Η γνώση των τάσεων και των συνθηκών που επικρατούν σε έναν κλάδο μπορεί να προσθέσει πολύτιμες πληροφορίες στην επιχείρηση, έτσι ώστε να προβεί σε έναν καλύτερο στρατηγικό σχεδιασμό εντοπίζοντας τα σημεία τα οποία της προσφέρουν αξία. Η αξία μπορεί να πηγάζει τόσο από τη δομή του κλάδου όσο και από τα ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα του κλάδου αλλά και των εταιριών.

Όσον αφορά τη δομή του κλάδου, εκείνο που ενδιαφέρει είναι κατά πόσο αναμένεται να αυξηθεί η ζήτηση, εάν η υπό εξέταση εταιρία έχει μεγάλο μερίδιο αγοράς και ηγετική θέση σε έναν κλάδο όπου υπάρχουν λίγες επιχειρήσεις και πραγματοποιεί υπερκανονικά κέρδη και κατά πόσο θα μπορέσει να διατηρήσει τη θέση της. Όπως περιγράφει και ο Michael Porter του Πανεπιστημίου του Harvard (Competitive strategy: Techniques for analyzing industries and competitors, 1980, Free Press)² οι δυνάμεις που

προσδιορίζουν την κερδοφορία ενός κλάδου είναι πέντε: Η διαπραγματευτική ικανότητα των προμηθευτών, η διαπραγματευτική ικανότητα των αγοραστών, τα εμπόδια εισόδου, η ύπαρξη ανταγωνιστών και υποκατάστατων προϊόντων.

4.1. Μοντέλο M.Porter για τη δομή του κλάδου



Ο κλάδος του leasing είναι αρκετά ανταγωνιστικός, με αρκετές επιχειρήσεις, βάσει στοιχείων του 2000, ενώ όπως φαίνεται και από τον πίνακα 1 στο τέλος του κεφαλαίου, ο κύκλος εργασιών στο σύνολό του τις δύο χρονιές, 1998 και 1999 αυξήθηκε κατά 26 δις. δρχ. περίπου κάτι το οποίο αποδεικνύει ότι η ζήτηση αυξάνεται σταδιακά. Επίσης, και τα ίδια κεφάλαια αυξήθηκαν και σχεδόν διπλασιάστηκαν κατά τη διάρκεια της ίδιας περιόδου αν και αυτό μπορεί να αποδοθεί και στο γεγονός ότι το leasing σαν θεσμός χρηματοδότησης είναι σχετικά καινούριος στην Ελλάδα. Άρχισε να

εφαρμόζεται το 1986 (Ν. 1665.86) για μίσθωση ακινήτων και από το 1999, αφού εμπλουτίστηκε το νομοθετικό πλαίσιο με σχετικούς νόμους εμφανίζει αξιόλογη ανάπτυξη (Χρηματοασφαλιστικό Μάρκετινγκ, Απρίλιος 2002, σελ. 106)³. Επιπλέον, από τον πίνακα 1 στο τέλος της ενότητας, βλέπουμε ότι η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων συνολικά αυξήθηκε κατά 1,9 δις. δρχ., τα κέρδη προ φόρων έμειναν στάσιμα στα επίπεδα της τάξεως των 4,5 δις. δρχ. ενώ τα καθαρά κέρδη συνολικά πάλι για την ίδια περίοδο (1998-1999) παρουσίασαν σημαντική μείωση από 7.105 εκατομμύρια δρχ. σε 3.004 εκατομμύρια δρχ. λόγω της έντονης αποκλιμάκωσης των δραχμικών επιτοκίων. Έτσι, μολονότι οι εταιρίες πέτυχαν σημαντική αύξηση των συμβάσεών τους, δε μπόρεσαν να πετύχουν ανάλογους ρυθμούς αύξησης της κερδοφορίας τους. Από αυτό το τελευταίο συμπεραίνουμε ότι δεν αναμένεται είσοδος νέων επιχειρήσεων καθώς ήδη είναι αρκετές στο χώρο αν και με διαφορετική δυναμικότητα, και ειδικά στο leasing αυτοκινήτων υπάρχουν πολλές θυγατρικές εισαγωγικών εταιριών οι οποίες συμμετέχουν σε μετοχικές συνθέσεις παλαιών και νέων εταιριών. Αυτό που αναμένεται να συνεχισθεί και να ενισχυθεί είναι το κύμα εξαγορών και συγχωνεύσεων στον κλάδο, όπως άλλωστε έγινε και την περίοδο 2000-2002, προκειμένου να αυξηθεί το μερίδιο αγοράς των εταιριών, να εκμεταλλευθούν οικονομίες κλίμακας και να ενισχύσουν τη διαπραγματευτική τους ικανότητα έναντι προμηθευτών και αγοραστών.

Αναλυτικά η θυγατρική της Ιονικής τράπεζας, Ιονική leasing έχοντας απορροφηθεί από τη θυγατρική της Alpha Bank, Alpha leasing, leader στο χώρο του leasing το 2000, διέυρνε το μερίδιό της σε 16,86%. Με το ίδιο σκεπτικό έγινε και η εξαγορά της Ergo leasing από την EFG Eurobank leasing η οποία είχε σαφέστατο στόχο τη δημιουργία μιας δυναμικής εταιρίας με συνολικό όγκο εργασιών άνω των 110 δις. δρχ. για το 2001. Ως τρίτη κίνηση, τέλος, καταγράφεται η εξαγορά της ΟΤΕ leasing από την εισηγμένη Πειραιώς leasing η οποία ολοκληρώθηκε 20 ημέρες πριν το τέλος του 2001 (στις 11/12/)(ΚΕΡΔΟΣ Ιανουάριος 2002)⁴.

Σε αυτό το σημείο αξίζει να εξετάσουμε τη διάρθρωση του χαρτοφυλακίου των εταιριών leasing έτσι ώστε να γίνουν ακόμα πιο ξεκάθαρες και συγκεκριμένες οι τάσεις που επικρατούν στον κλάδο.

4.1.1. Ποσοστιαία ανάλυση χαρτοφυλακίου ανά επιχειρηματική δραστηριότητα

Επιχειρηματική δραστηριότητα	Ποσοστό	
	1999	2000
Βιομηχανία	21,87%	15,11%
Εμπόριο	22,52%	31,29%
Υπηρεσίες	40,31%	40,37%
Άλλες δραστηριότητες	15,30%	13,23%
Σύνολο	100,00%	100,00%

Πηγή: Ένωση Ελληνικών Εταιριών Χρηματοδοτικής Μίσθωσης

Μεταξύ 1999 και 2000 παρατηρείται μια στροφή του όγκου των χρηματοδοτήσεων μέσω leasing από τη βιομηχανία προς το εμπόριο, ενώ οι υπηρεσίες και οι άλλες δραστηριότητες που χρησιμοποιούν τη χρηματοδοτική μίσθωση παραμένουν σταθερές ως προς το ποσοστό συμμετοχής τους στο σύνολο των χαρτοφυλακίων των εταιριών leasing με ποσοστά γύρω στο 40% και 14% αντίστοιχα. Αυτό εξηγείται από τη γενικότερη ανάπτυξη του εμπορίου και τη φθίνουσα πορεία της βιομηχανικής παραγωγής στη χώρα μας αλλά και από τη φύση των δραστηριοτήτων τους, καθώς το εμπόριο εκ των πραγμάτων επιδιώκει ευελιξία, ρευστότητα και τη μη δέσμευση των κεφαλαίων, και αυτό εξαιτίας των αβέβαιων και ευμετάβλητων καταστάσεων που αντιμετωπίζει.. Σε αυτήν την άνοδο του leasing στον τομέα του εμπορίου συνέβαλλε επίσης, και η εξέλιξη της νομοθεσίας αναφορικά με το leasing, καθώς με πρόσφατη τροποποίηση του νόμου 1665/86 που εισάγει ο νόμος 2682/99 επετράπη η χρηματοδοτική μίσθωση ακινήτου που προορίζεται αποκλειστικά για τη χρήση επαγγελματικής στέγης, γεγονός που διευκολύνει τις εμπορικές εταιρίες ενώ οι βιομηχανικές έχουν πιο μακροπρόθεσμο ορίζοντα προγραμματισμού και ενδεχομένως να επιλέξουν το δανεισμό έναντι του leasing. Άλλωστε, και τα φορολογικά οφέλη που προκύπτουν από τις αυξημένες αποσβέσεις που παρουσιάζουν τα μεγάλης αξίας πάγια υπερτερούν των φορολογικών απαλλαγών που έχουν τα μισθώματα.

4.1.2. Ποσοστιαία ανάλυση χαρτοφυλακίου ανά διάρκεια συμβάσεων

Διάρκεια Συμβάσεων	Ποσοστό	
	1999	2000
0 έως 3 χρόνια	37,62%	26,62%
3 έως 5 χρόνια	34,33%	41,58%
5 έως 10 χρόνια	17,34%	5,12%
10 χρόνια και άνω	10,71%	26,68%
Σύνολο	100,00%	100,00%

Πηγή: Ένωση Ελληνικών Εταιριών Χρηματοδοτικής Μίσθωσης

Όσον αφορά τη διάρκεια των συμβάσεων παρατηρείται το διάστημα 1999-2000 μείωση των συμβάσεων μέχρι τρία χρόνια και από πέντε έως δέκα χρόνια, ενώ σημειώνεται αύξηση των συμβάσεων από τρία έως πέντε χρόνια και από δέκα χρόνια και άνω. Βασικός λόγος της αύξησης των δεκαετών συμβάσεων αποτελεί ο νόμος 2682/99 που συμπεριέλαβε και το leasing για επαγγελματική στέγη με την προϋπόθεση η διάρκεια της μίσθωσης να είναι μεγαλύτερη των δέκα ετών. Αυτό απεικονίζεται και στον παρακάτω πίνακα που δείχνει την αύξηση του μεριδίου αγοράς στα ακίνητα από 16,79% σε 28,33%. Άλλωστε, η άνοδος του leasing ακινήτων οφείλεται επίσης και στο ότι η χρηματοδοτική μίσθωση ακινήτων απευθύνεται και σε επιχειρήσεις που επενδύουν σε ακίνητα (Real Estate) κάτι που αναπτύσσεται με γρήγορους ρυθμούς τα τελευταία χρόνια στην Ελλάδα.

Έτσι, για ακίνητα που βρίσκονται σε κεντρικά σημεία και κατά συνέπεια η ενοικιάσή τους είναι ιδιαίτερα ακριβή, ενδεχομένως το μίσθωμα που θα πληρώνει μία επιχείρηση για ένα ακίνητο αυτής της κατηγορίας να είναι μικρότερο από το ενοίκιο, μη συνυπολογισμένου του "αέρα" που σε αρκετές περιπτώσεις βαρύνει ορισμένα ακίνητα, όπως λόγου χάρη η απόκτηση γραφείων στη λεωφόρο Κηφισίας. Στην περίπτωση αυτή, ο επιχειρηματίας θα πληρώσει ενοίκιο (μίσθωμα) και στις δύο περιπτώσεις και θα εκπέσει φορολογικά το σχετικό ενοίκιο (μίσθωμα). Ως τελικό αποτέλεσμα με το leasing ακινήτων θα είναι η απόκτηση του ακινήτου σε αντίθεση με την απλή ενοικίαση. Συνεπώς, εάν υπάρξει μικρή παραπάνω χρέωση μέσω του leasing

η χρέωση αυτή αντισταθμίζεται από την απόκτηση του ακινήτου στο τέλος της σύμβασης. Ειδικά για τις εταιρίες που δραστηριοποιούνται στην εκμετάλλευση ακινήτων, μετά από πρόσφατη απόφαση του Υπουργείου Οικονομικών, οι όροι για την απόκτηση ακινήτων μέσω δανεισμού καθίστανται δυσμενέστεροι, καθώς από το τοκοχρεολύσιο απαγορεύεται εφεξής η έκπτωση του τόκου από τα έσοδά τους (Επιλογή, Μάιος 2001)⁵.

Ένα ακόμα, στοιχείο που πρέπει να προσέξουμε είναι η μείωση του μεριδίου αγοράς του μηχανολογικού εξοπλισμού από 34,85% σε 24,42% αλλά αυτό μπορεί να αποδοθεί και στην επικάλυψη που λογικά και χρονικά έχουν οι συμβάσεις χρηματοδοτικής μίσθωσης. Δηλαδή, εάν μία εταιρία συνάψει μία πενταετής σύμβαση το 1999 είναι εύλογο ότι είναι αδύνατον να συνάψει για το ίδιο αντικείμενο νέα σύμβαση το 2000.

4.1.3. Μεριδίο αγοράς ανά είδος εξοπλισμού

<i>Είδος Εξοπλισμού</i>	<i>Ποσοστό</i>	
	1999	2000
<i>Ακίνητα</i>	16,79%	28,33%
<i>Μηχανολογικός Εξοπλισμός</i>	34,85%	24,42%
<i>Εξοπλισμός Γραφείου</i>	15,12%	15,31%
<i>Επαγγελματικά Οχήματα</i>	17,98%	13,49%
<i>Επιβατικά Οχήματα</i>	8,06%	11,01%
<i>Ακινήτοποιήσεις Υπό Εκτέλεση</i>	-	2,18%
<i>Άλλα</i>	7,20%	5,26%
<i>Σύνολο</i>	100,00%	100,00%

Πηγή: Ένωση Ελληνικών Εταιριών Χρηματοδοτικής Μίσθωσης

Τέλος στον τελευταίο πίνακα βλέπουμε ότι η γεωγραφική περιοχή που συγκεντρώνει το μεγαλύτερο ποσοστό των χρηματοδοτικών μισθώσεων είναι η Αττική ενώ σε όλες τις άλλες περιοχές της Ελλάδας παρατηρείται μείωση μεταξύ 1999 και 2000, κάτι που είναι αντιπροσωπευτικό της αστυφιλίας και του συγκεντρωτισμού των επιχειρήσεων στην Αθήνα και στην ευρύτερη περιοχή της Αττικής.

4.1.4. Ποσοστιαία ανάλυση χαρτοφυλακίου ανά γεωγραφική περιοχή

Γεωγραφική Περιοχή	Ποσοστό	
	1999	2000
Αττική	66,32%	72,96%
Βόρεια Ελλάδα	16,05%	12,77%
Κεντρική Ελλάδα	8,48%	7,29%
Λοιπή Χώρα	9,15%	6,98%
Σύνολο	100,00%	100,00%

Πηγή: Ένωση Ελληνικών Εταιριών Χρηματοδοτικής Μίσθωσης

4.2. Προοπτικές Κλάδου Leasing

Η αγορά του εγχώριου leasing αλλάζει άρδην όψη με τρεις εταιρίες να κατέχουν το 60% (Alpha leasing, EFG Eurobank leasing και Πειραιώς leasing) και πλέον της αγοράς και τις υπόλοιπες εννιά να κατέχουν το 40% σε ένα χώρο ο οποίος αναμένεται να αυξήσει το τζίρο του τα επόμενα χρόνια (Χρήμα & Αγορά, Ιούλιος 2001, σελ. 71)⁶. Ωστόσο, το σκηνικό αναμένεται να διαφοροποιηθεί περαιτέρω, ακόμα και από κινήσεις μη αναμενόμενες από την αγορά. Το σίγουρο πάντως είναι ότι στα παραπάνω πρέπει να συνυπολογισθεί και η πώληση της ΑΤΕ leasing από το δημόσιο ενώ ο κλάδος έχει ακόμα ένα χαρτί στα χέρια του το οποίο δεν το έχει ακόμα χρησιμοποιήσει: το «άνοιγμα» στο χώρο των Βαλκανίων, ένα στοίχημα, το οποίο οι κυρίαρχες επιχειρήσεις του leasing δεν έχουν εκμεταλλευθεί ακόμα καθώς περιμένουν ένα πιο ξεκάθαρο θεσμικό πλαίσιο στις γειτονικές μας χώρες προς άρση των ρίσκων που σήμερα παραμένουν αρκετά υψηλά για ένα τέτοιο εγχείρημα.

Ωστόσο, οι προοπτικές του κλάδου της χρηματοδοτικής μίσθωσης προβάλλουν ιδιαίτερα θετικές για τους εξής λόγους:

α) Το leasing ακινήτων προβλέπεται να γίνει βασική πηγή χρηματοδότησης για την απόκτηση εμπορικής και βιομηχανικής στέγης, αποκτώντας υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης.

β) Η μείωση των επιτοκίων λόγω της εισόδου της χώρας μας στην ΟΝΕ αναμένεται να αυξήσει τη ζήτηση για προϊόντα χρηματοδοτικής μίσθωσης και άρα διευρύνει τον κατάλογο των πελατών με μικρότερες εταιρίες. Το αποτέλεσμα θα είναι η διατήρηση υψηλών ρυθμών κερδοφορίας σε μεσομακροπρόθεσμο ορίζοντα.

γ) Η συγκέντρωση του τραπεζικού κλάδου σε μεγαλύτερα σχήματα θα επηρεάσει και τον κλάδο του leasing, καθώς οι περισσότερες εταιρίες που δραστηριοποιούνται είναι θυγατρικές τραπεζών.

δ) Στη χώρα μας δεν έχουν αναπτυχθεί ακόμα η λειτουργική μίσθωση, το διεθνές, το κοινοπρακτικό και το συμμετοχικό leasing ενώ παράλληλα δεν υφίσταται νομοθετική ρύθμιση που να επιτρέπει το leasing σε φυσικά πρόσωπα, σε αντίθεση με το εξωτερικό όπου μέσω leasing χρηματοδοτείται λόγω χάρη, η απόκτηση κατοικίας. Η ενσωμάτωση των παραπάνω στο θεσμό του leasing θα ανοίξει νέους ορίζοντες στις εταιρίες.

ε) Θετικά θα συμβάλει στο θεσμό του leasing η αξιοποίησή του από το δημόσιο για την κάλυψη των αυξημένων στεγαστικών του αναγκών καθώς επίσης και η επέκτασή του στα σκάφη, στα πλωτά ναυπηγήματα και στο καταναλωτικό leasing, τόσο όσον αφορά κινητό εξοπλισμό όσο και ακίνητα.

στ) Στην περαιτέρω ανάπτυξη του leasing θα συντελέσει η διοργάνωση των Ολυμπιακών Αγώνων το 2004 καθώς και η έναρξη και υλοποίηση των μεγάλων έργων υποδομής και άλλων. Σε αυτό το πλαίσιο το leasing αναμένεται να παίξει σημαντικό ρόλο στη χρηματοδότηση μηχανημάτων τεχνικών έργων (π.χ. χωματουργικά, γερανοί, εκσκαφείς κτλ.)

ζ) Ολοένα και περισσότερο δίνεται έμφαση και σε μορφές leasing που εμφανίζουν θετικές προοπτικές ανάπτυξης, όπως το vendor leasing και το κοινοπρακτικό (syndicated) leasing.

η) Επιπλέον, οι εταιρίες του κλάδου έχουν εντείνει τη διείσδυσή τους στην πολλά υποσχόμενη αγορά του leasing ακινήτων. Ο όγκος των εργασιών αυξάνεται με ταχείς ρυθμούς αυξάνοντας και την κερδοφορία.

Η αύξηση αυτή μάλιστα θα είναι εικονικά πολύ υψηλότερη στην περίπτωση που κάποιες εταιρίες του κλάδου τιμολογήσουν με τέτοιο τρόπο ώστε να εμφανίζουν υπέρμετρα πλασματικά κέρδη κατά τα πρώτα χρόνια των συμβάσεων, σε βάρος του τελευταίου χρόνου της σύμβασης. Η ευχέρεια αυτή δίνεται λόγω του ότι τα οικόπεδα έχουν μηδενικό συντελεστή απόσβεσης, άρα

εάν οι εταιρίες επιμερίσουν σε μία δεκαετή σύμβαση το μίσθωμα σε δέκα ίσα μέρη, τότε θα παρουσιάσουν κατά τα πρώτα εννιά χρόνια υπερκέρδη και το δέκατο χρόνο ζημιές.

Όσον αφορά την ύπαρξη υποκατάστατων με το leasing προϊόντων σημειώνουμε ότι συγκεκριμένα η χρηματοδοτική μίσθωση ακινήτων παραμένει κατά 23 ποσοστιαίες μονάδες φθηνότερο από τον τραπεζικό δανεισμό, κατά 35% από την αγορά με χρήση ιδίων κεφαλαίων και κατά 60% από την απλή ενοικίαση. Άλλωστε, το leasing προσφέρει μια πληθώρα πλεονεκτημάτων συγκριτικά με άλλου είδους χρηματοδοτήσεις οι οποίες είναι οι εξής:

- Η χρηματοδότηση μπορεί να φθάσει μέχρι και το 100% της αξίας πώλησης και όταν πρόκειται για leasing ακινήτων σε αυτό το ποσοστό συμπεριλαμβάνονται και οι σχετικοί φόροι και τα έξοδα απόκτησης
- Τα μισθώματα αποτελούν λειτουργική δαπάνη και εκπίπτουν στο σύνολό τους από το φορολογητέο
- Όφελος προκύπτει και για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις στις οποίες δίνεται η ευκαιρία να αποκτήσουν επαγγελματική στέγη χωρίς να έχουν το άγχος της αναπροσαρμογής του ενοικίου από τον ιδιοκτήτη, της ιδιόχρησης ή της καταβολής “αέρα”.
- Δεν επιβαρύνεται ο ισολογισμός της εταιρίας με πάγια στοιχεία και αντίστοιχες υποχρεώσεις
- Μέσω της μεθόδου του sale και lease back, κατά κάποιον τρόπο τα πάγια αποκτούν ρευστότητα ενώ ταυτόχρονα απελευθερώνονται σημαντικά κεφάλαια, τα οποία μπορούν να χρησιμοποιηθούν για άλλες παραγωγικές επενδύσεις
- Η υπολειμματική αξία όταν πρόκειται για leasing αυτοκινήτου ή αλλιώς η αξία μεταπώλησής του ως μεταχειρισμένο στο τέλος της μίσθωσης
- Συνήθως δεν απαιτούνται άλλες εμπράγματα εξασφαλίσεις
- Η μεταβίβαση κυριότητας για τα ακίνητα από την εταιρία leasing στο μισθωτή μετά τη λήξη της σύμβασης απαλλάσσεται του φόρου μεταβίβασης και του φόρου αυτόματου υπερτιμήματος. Ο φόρος

μεταβίβασης καταβάλλεται στην αρχική μεταβίβαση του ακινήτου στην εταιρία leasing.

Από την άλλη μεριά θα ήταν χρήσιμο να επισημάνουμε ότι η υπέρμετρη αισιοδοξία από την είσοδο του νέου προϊόντος θα πρέπει να είναι ελεγχόμενη και να αξιολογηθεί ανάλογα, λαμβάνοντας υπόψιν ότι υπάρχουν κάποια σημαντικά προβλήματα στο νομοθετικό καθεστώς από το οποίο διέπεται. Η ύπαρξη φόρου μεταβίβασης στην περίπτωση της πώλησης και επαναμίσθωσης (sale and lease back), η απαγόρευση διενέργειας αποσβέσεων από την εταιρία leasing επί της αξίας του οικοπέδου και η εξαίρεση των ελεύθερων επαγγελματιών από το sale and lease back αποτελούν τα σημαντικότερα προβλήματα.

4.3. SWOT Ανάλυση

Εδώ ολοκληρώθηκε και η ανάλυση του κλάδου της χρηματοδοτικής μίσθωσης και περνάμε στην εξέταση της OTE Leasing αρχικά με μία SWOT ανάλυση (Strength, Weaknesses, Opportunities, Threats) και έπειτα με μία χρηματοοικονομική ανάλυση χρησιμοποιώντας αριθμοδείκτες.

4.3.1. Δυνατά σημεία

Η OTE Leasing είναι θυγατρική της μεγαλύτερης ελληνικής επιχείρησης, του Οργανισμού Τηλεπικοινωνιών Ελλάδος και συστάθηκε το Σεπτέμβριο του 1996 με σκοπό να παρέχει υπηρεσίες χρηματοδοτικής μίσθωσης όχι μόνο τηλεπικοινωνιακού υλικού αλλά και κάθε είδους εξοπλισμού. Το πελατολόγιο της είναι διευρυμένο στα ακίνητα και στις μισθώσεις επαγγελματικών οχημάτων ενώ το γεγονός ότι είναι δημόσια ευνοεί την αποκλειστική σύναψη συμφωνιών με το δημόσιο για παροχή υπηρεσιών οπουδήποτε χρειαστεί. Η εκμετάλλευση του ονόματος του OTE που είναι γνωστό και στο εξωτερικό προκειμένου να προσελκύσει ξένη πελατεία χρησιμοποιώντας το διεθνές leasing αποτελεί ένα ακόμα θετικό σημείο της εταιρίας όπως και η τεχνογνωσία που έχει αποκτήσει στον κλάδο των τηλεπικοινωνιών όσον

αφορά τις μισθώσεις έτσι ώστε να προσφέρει tailor made συμβάσεις σε επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στον κλάδο των τηλεπικοινωνιών όπως ο ΟΤΕ.

4.3.2. Αδύνατα σημεία

Η OTE Leasing δεν αποτελεί θυγατρική κάποιας τράπεζας και επομένως δε διαθέτει και τόσο διευρυμένο δίκτυο ώστε οι χορηγητικές της μονάδες να διανέμουν τα προϊόντα σε όλη την ελληνική επικράτεια. Επίσης, δε διαθέτει όπως μία τράπεζα μία ποικιλία προϊόντων που μπορούν να συνδυαστούν με το leasing ενώ υφίστανται σε κάποιο βαθμό και οι χρονοβόρες γραφειοκρατικές διαδικασίες που χαρακτηρίζουν τις δημόσιες υπηρεσίες αν και το leasing από μόνο του σαν λειτουργία είναι ευέλικτο.

4.3.3. Ευκαιρίες

Σαν μία από τις 4 καλύτερες εταιρίες του κλάδου θα έχει πρωτεύοντα ρόλο στη σύναψη νέων συμβάσεων για τους Ολυμπιακούς ενώ η ιδιαίτερη σχέση της με το δημόσιο μπορεί να την φέρει σε ακόμα πλεονεκτικότερη θέση αναθέτοντας της συμβάσεις υψηλού ύψους σε μεγάλα έργα. Λόγω της ένταξής της στον ΟΤΕ ενδεχομένως να της εξασφαλίζει και ευνοϊκότερους όρους δανεισμού στις περιπτώσεις απόκτησης παγίων με δάνεια καθώς και την πρόσβασή της σε νέες πληροφορίες και ευκαιρίες που ανοίγονται στην αγορά όπως η απορρόφηση άλλων μικρότερων εταιριών leasing.

4.3.4. Απειλές

Η δυσκαμψία της νομοθεσίας να δώσει λύσεις στα προβλήματα που αναφέραμε πιο πάνω και η έλλειψη ενημέρωσης σχετικά με τη λειτουργία και την εκμετάλλευση των πλεονεκτημάτων του θεσμού του leasing από τις επιχειρήσεις.

Στο σημείο αυτό θα ανοίξουμε μία παρένθεση για την παράθεση ορισμένων στοιχείων σχετικά με τη συγκεκριμένη συναλλαγή την οποία θα εξετάσουμε, δηλαδή την πώληση της OTE leasing στην Πειραιώς leasing. Αρχικά πρέπει να αναφέρουμε ότι η OTE leasing κατατάσσονταν δεύτερη στην εγχώρια

αγορά του leasing με συνολικά περιουσιακά στοιχεία ύψους 27,5 δις. δρχ. Ο κύκλος εργασιών ανερχόταν σε 10,25 δις. δρχ. και τα προ φόρων κέρδη σε 660 εκατομμύρια δρχ.. Η ΟΤΕ leasing για το έτος που τελείωσε στις 31 Δεκεμβρίου 2000 είχε πωλήσεις αξίας 54,8 εκατομμυρίων ευρώ και κέρδη προ φόρων 1,8 εκατομμύρια ευρώ. Μέχρι εκείνη την ημερομηνία τα περιουσιακά στοιχεία της ανέρχονταν σε 187,2 εκατομμύρια ευρώ (εκδόσεις ΧΑΑ 01/06/2000)⁷.

4.4. Πλεονεκτήματα από τη συμφωνία για την ΠΕΙΡΑΙΩΣ Leasing

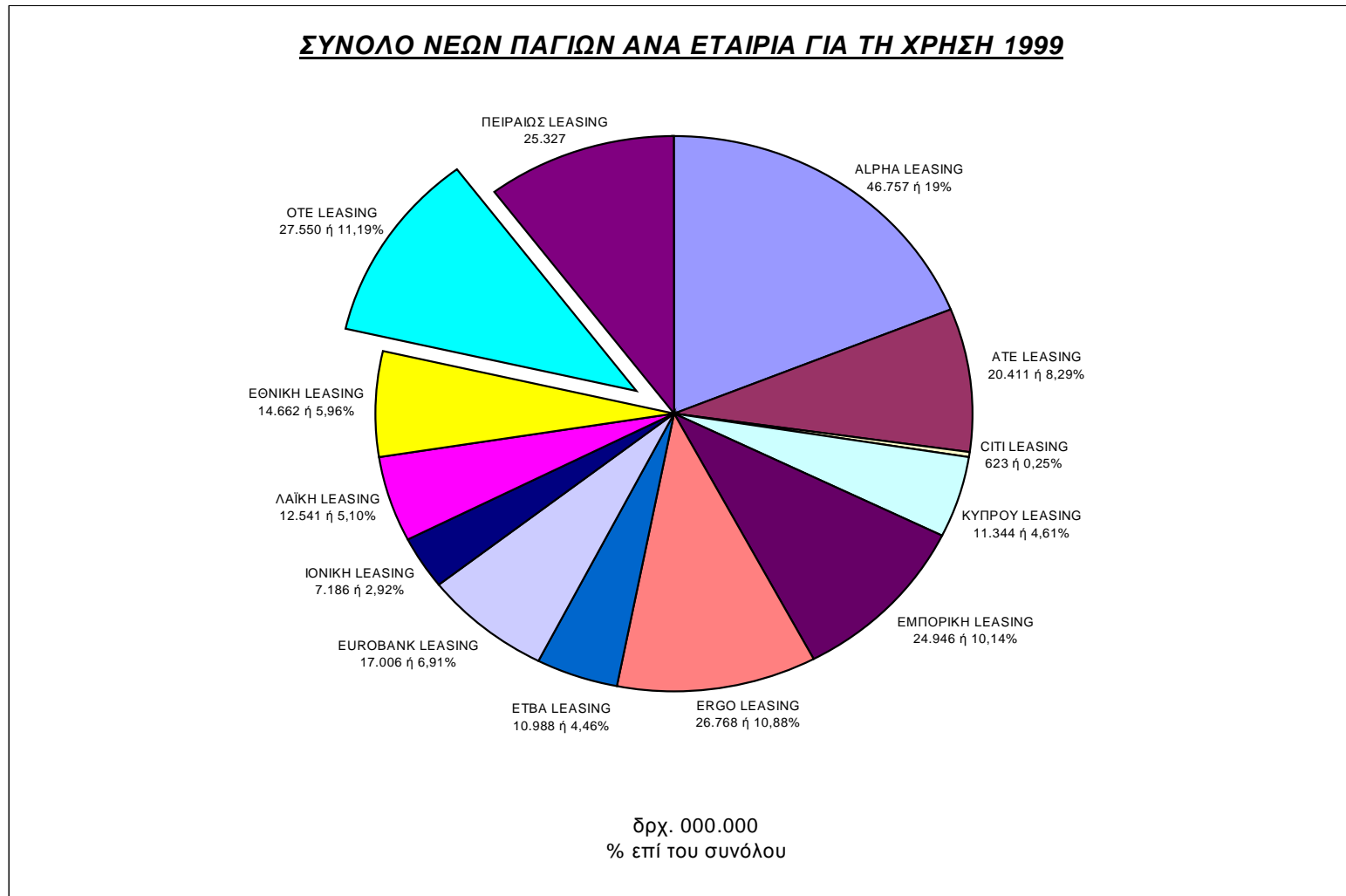
Η Πειραιώς leasing Α.Ε. ολοκλήρωσε την εξαγορά του 99% των μετοχών της ΟΤΕ leasing και το τίμημα της εξαγοράς ανήλθε σε 20.959.406 ευρώ (7,142 δις δρχ.). Η εξαγορά εγκρίθηκε από τις αρμόδιες αρχές, δηλαδή την Τράπεζα της Ελλάδος και την επιτροπή ανταγωνισμού. Το υπολειπόμενο ποσοστό 0,1% σύμφωνα με τη σύμβαση εξαγοράς, θα εξαγορασθεί τις προσεχείς εβδομάδες με τιμή ανά μετοχή ίση με αυτή που ήδη κατεβλήθη. (20.980 ή 7,14 εκατομμύρια δρχ. για το σύνολο του 0,1%).

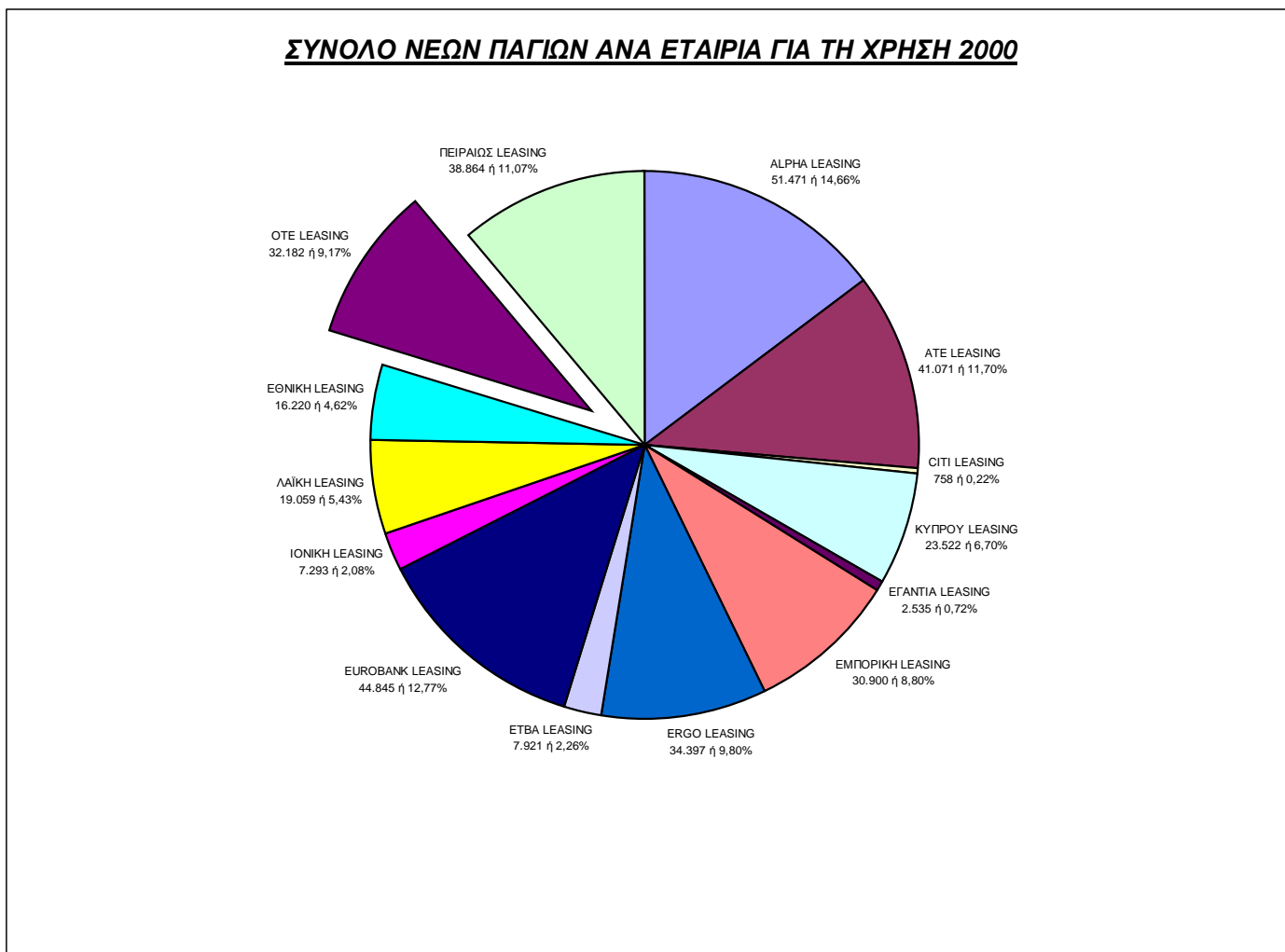
Η λειτουργική ενοποίηση των δύο εταιριών αναμένεται να οδηγήσει σε πλήρη εκμετάλλευση των μεταξύ τους συνεργιών καθώς και σε ουσιαστική περικοπή του κόστους λειτουργίας του ενοποιημένου σχήματος. Παράλληλα προετοιμάζεται η διαδικασία της νομικής συγχώνευσης η οποία αναμένεται να ολοκληρωθεί εντός του 2002. Το ενεργητικό των δύο εταιριών στις 30.9.2001 έφθανε το ποσό των 500 εκ. ευρώ (170 δις. δρχ.), τα ίδια κεφάλαια τα 104 εκ. ευρώ (35,6 δις. δρχ. εκ των οποίων 28 δις δρχ. της Πειραιώς leasing και 7,6 δις. δρχ. της ΟΤΕ leasing), ο κύκλος εργασιών σε 97 εκ. ευρώ και τα κέρδη προ φόρων σε 7,5 εκ. ευρώ (2,55 δις. δρχ.).

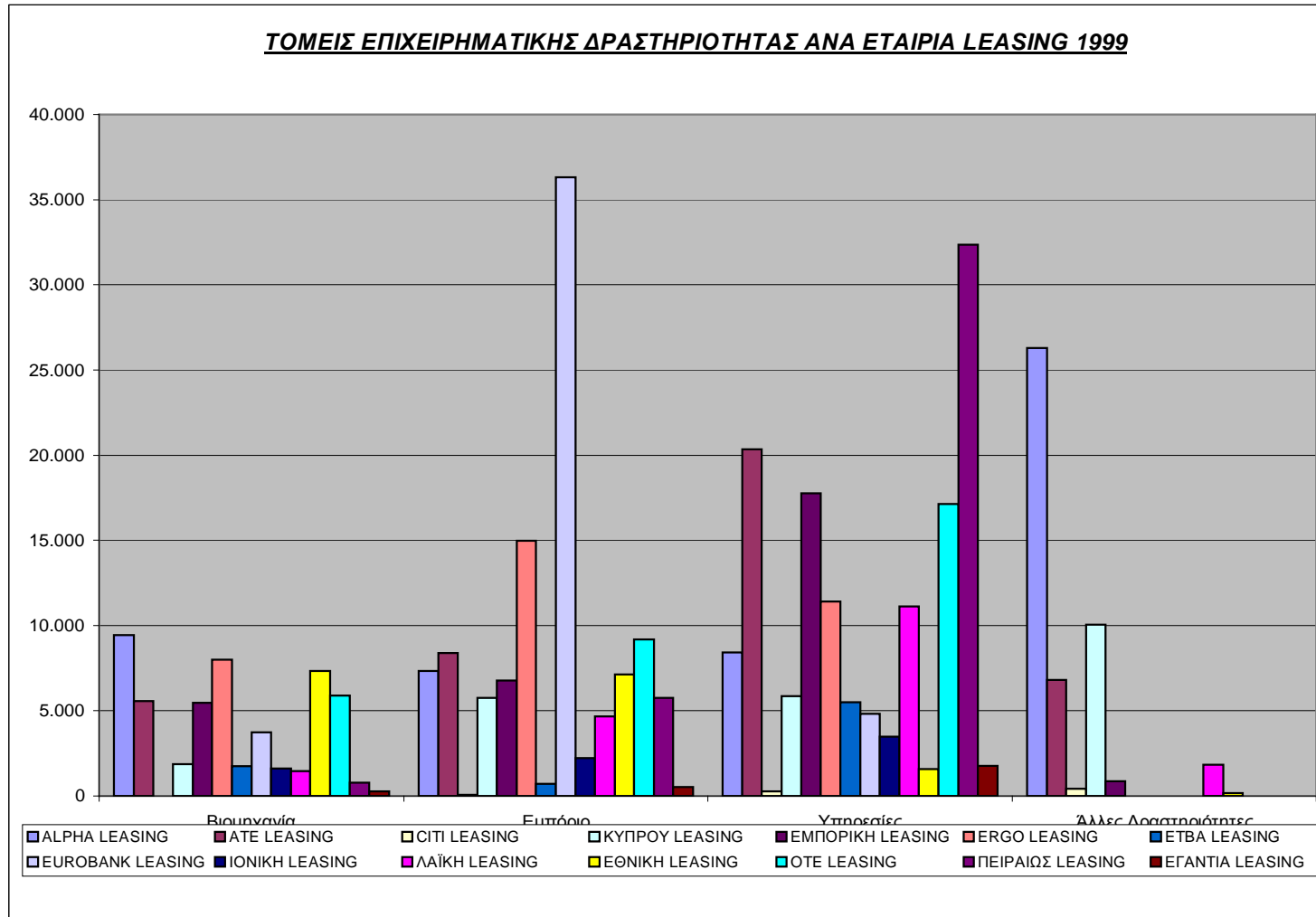
4.5. Πλεονεκτήματα από τη συμφωνία για τον ΟΤΕ

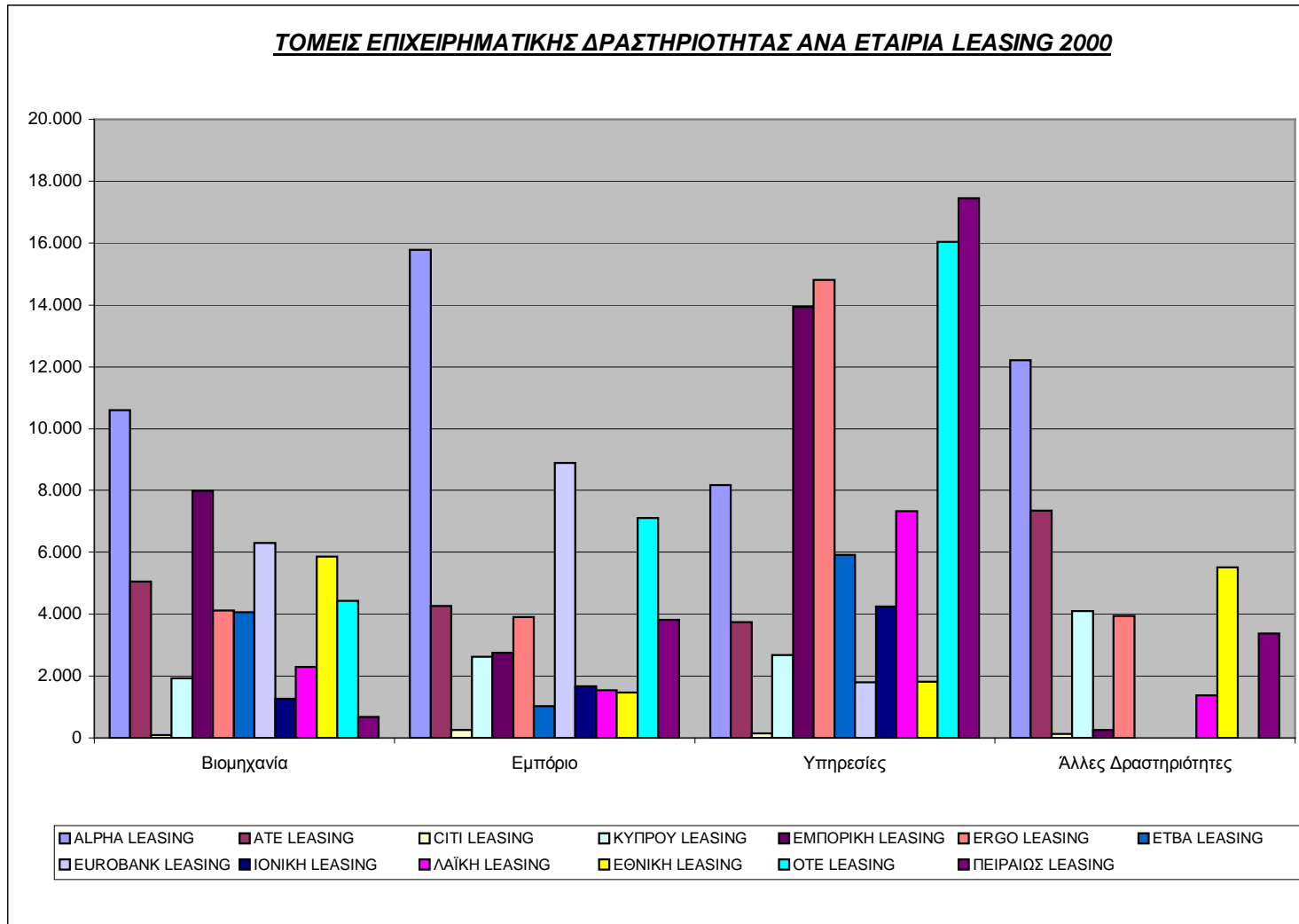
Η διοίκηση του ΟΤΕ αναφέρει ότι η πώλησή της ΟΤΕ leasing αποτελεί ένα σημαντικό βήμα στα πλαίσια του προγράμματος αναδιάρθρωσης επιχειρηματικών δραστηριοτήτων του ομίλου. Αυτή η συναλλαγή αναμένεται

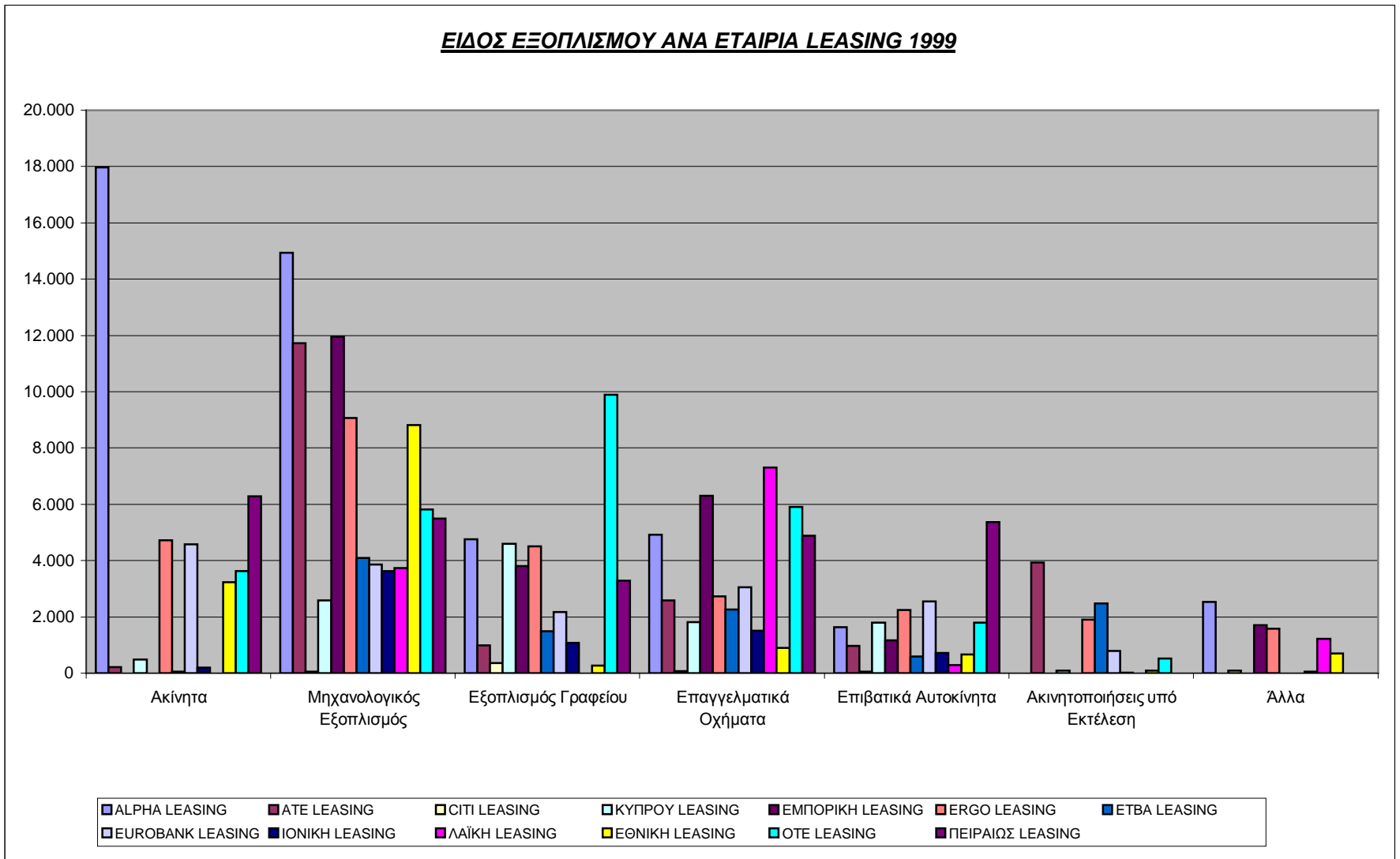
να ενισχύσει περαιτέρω τη χρηματοοικονομική κατάσταση του ΟΤΕ γιατί με αυτόν τον τρόπο θα μειωθεί το χρέος κατά 147 εκατομμύρια ευρώ και επομένως η χρηματοοικονομική μόχλευση θα μειωθεί κατά δύο περίπου ποσοστιαίες μονάδες στο 30%. Επίσης, με αυτήν την κίνηση ο ΟΤΕ θα επικεντρώσει τις προσπάθειές του στις τηλεπικοινωνίες που αποτελούν και κατεξοχήν το συγκριτικό πλεονέκτημα της εταιρίας. Η συμφωνία εξαγοράς περιλάμβανε 5,9 εκατομμύρια ευρώ σε μετρητά και 1.5 εκ. ευρώ σε μετοχές της τράπεζας Πειραιώς στο χρόνο ολοκλήρωσης των διαδικασιών πώλησης της εταιρίας. Σύμβουλος του ΟΤΕ σε αυτή τη συναλλαγή ήταν η UBS Warburg (Ναυτεμπορική 11/12/2001)⁸.

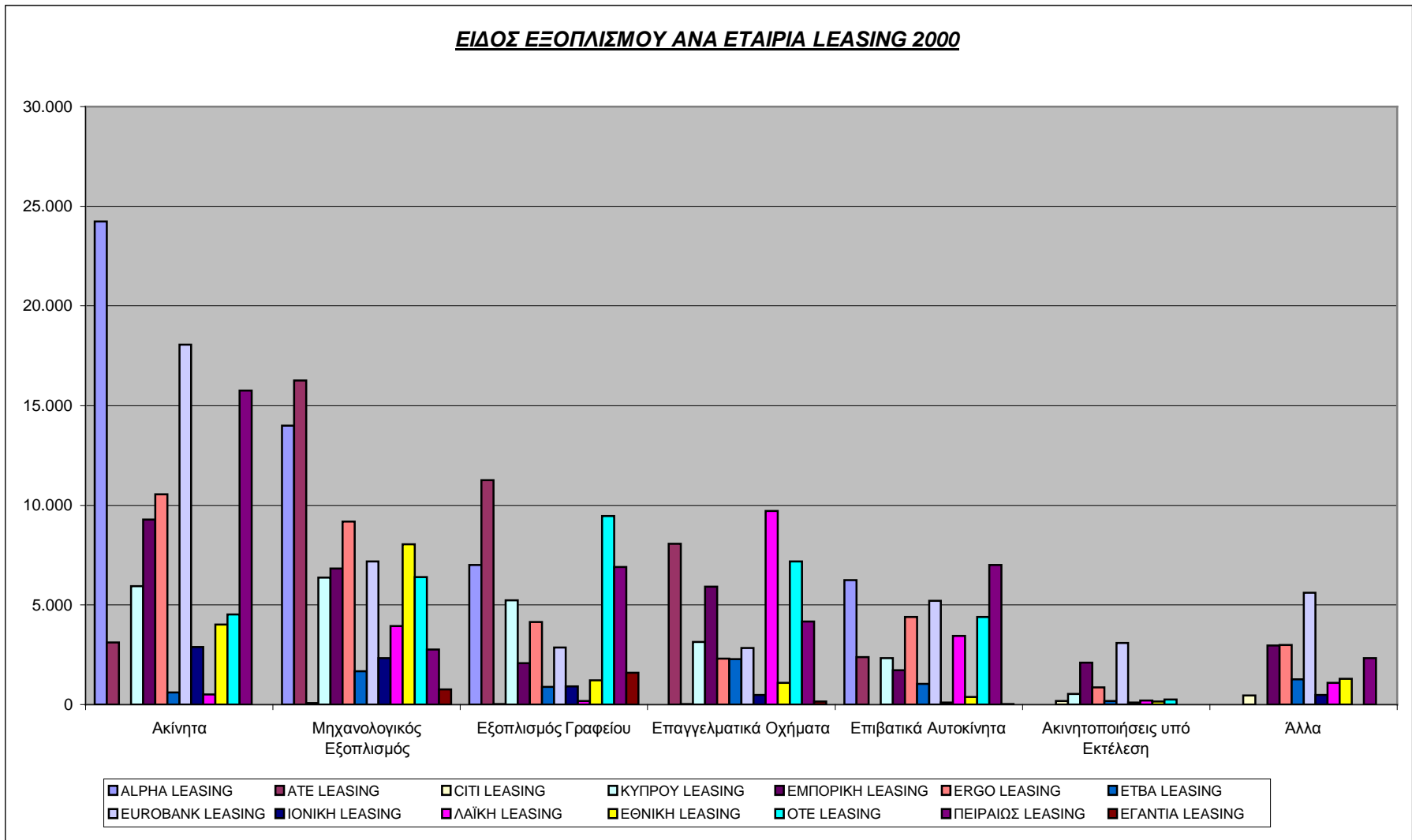


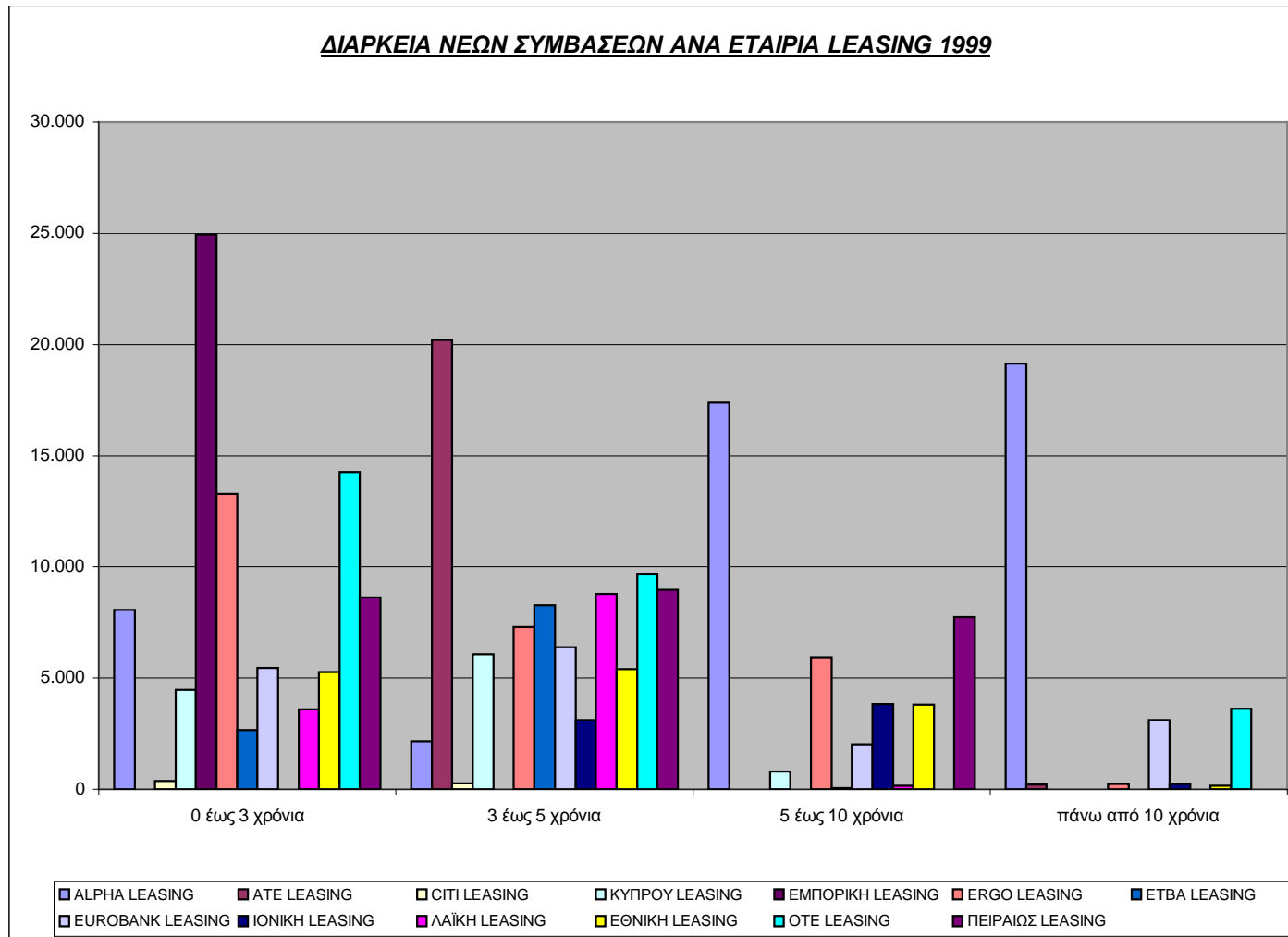


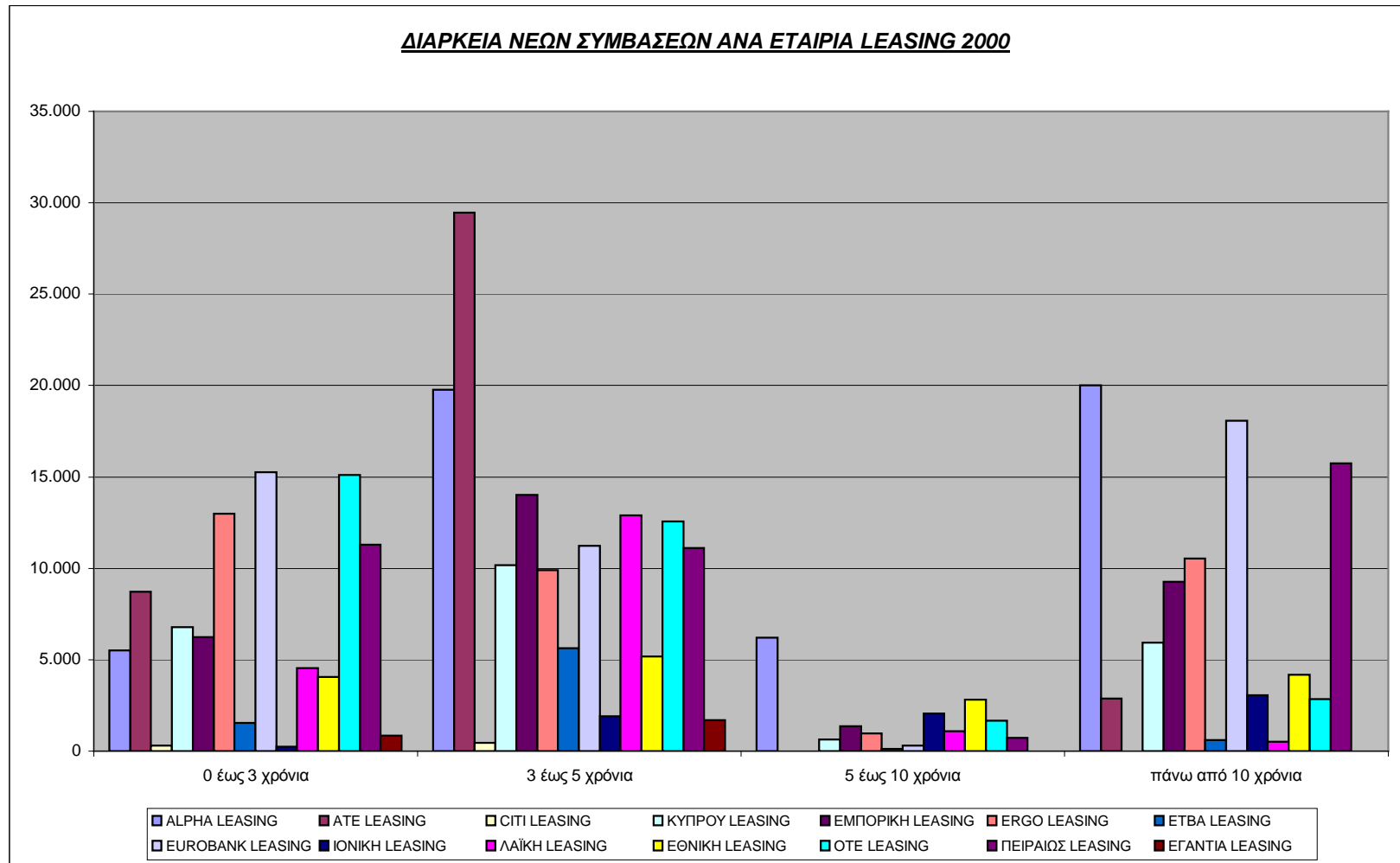


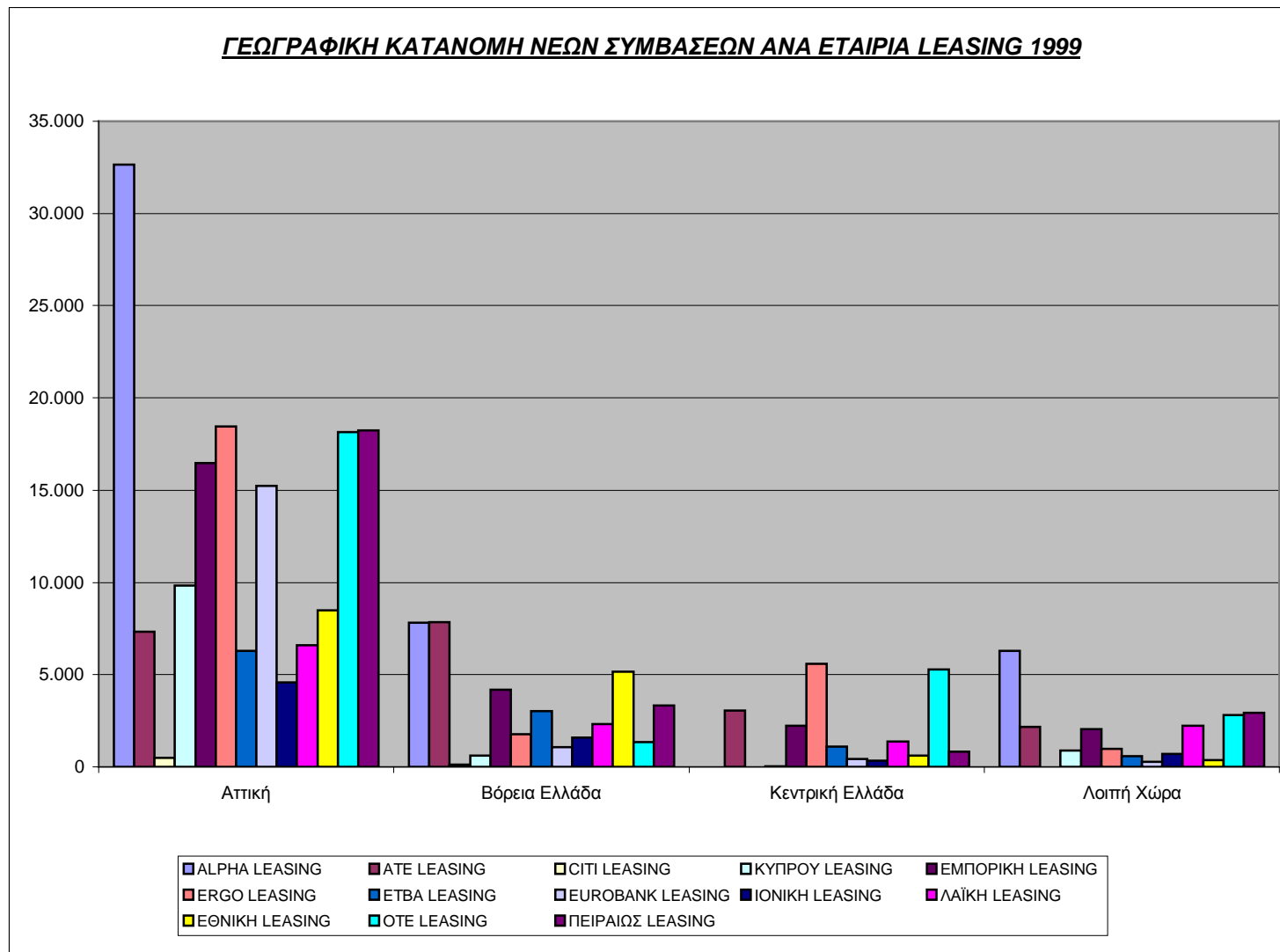


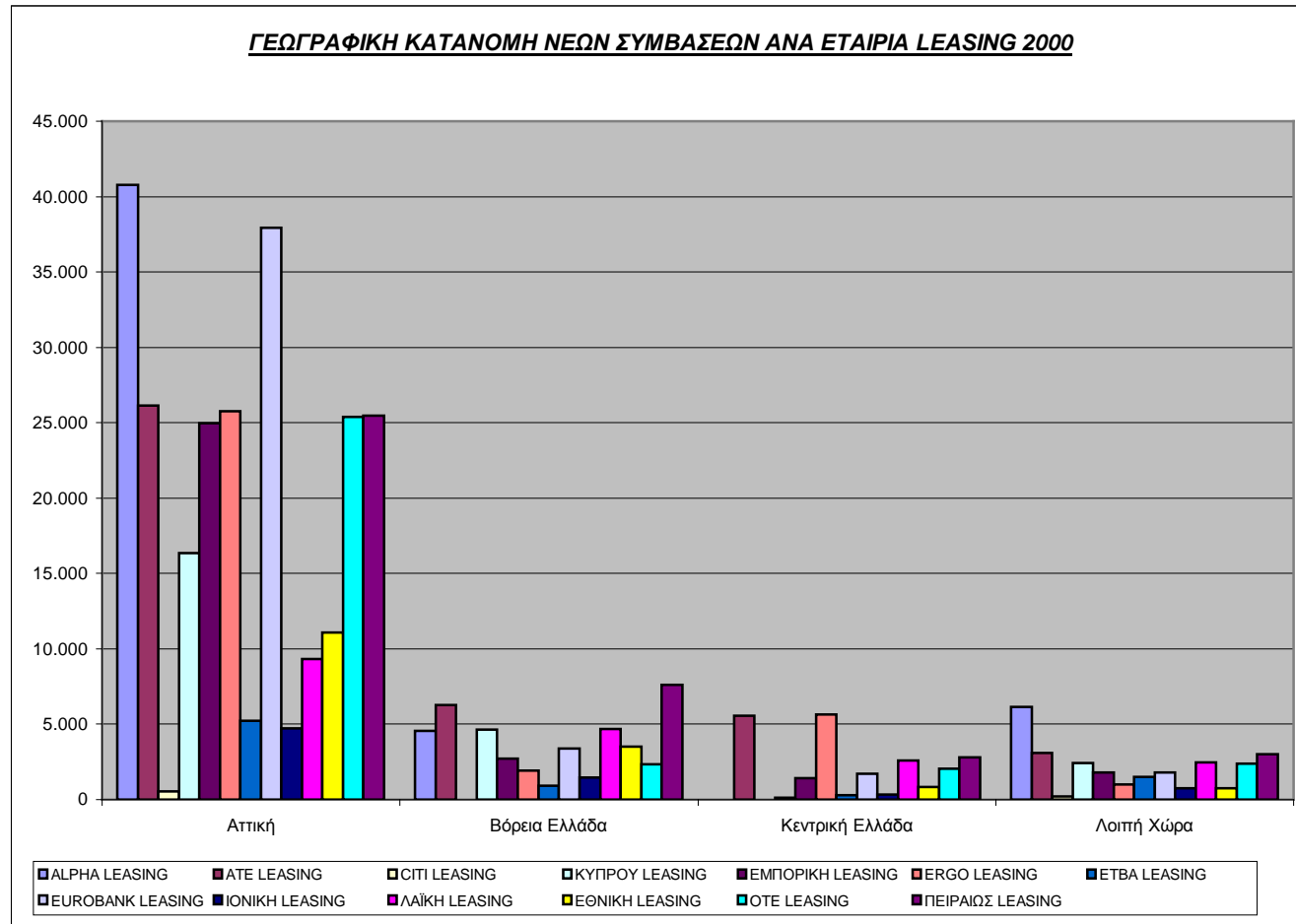












Βιβλιογραφία – αρθρογραφία κεφαλαίου 4

1. ΧΡΗΜΑ, "Leasing: Νέα μορφή επένδυσης ή ένας άλλος τρόπος χρηματοδότησης;", Νοέμβριος 2001
2. Michael Porter, Competitive strategy: Techniques for analyzing industries and competitors, Free Press, 1980
3. Χρηματοσφαιριστικό Μάρκετινγκ, αφιέρωμα, Χρηματοδοτική Μίσθωση, Απρίλιος 2002
4. Κέρδος, ένθετο αφιέρωμα, Ελληνική Οικονομία, Leasing - Factoring, Ιανουάριος 2001
5. Επιλογή, Χρηματοδοτική Μίσθωση: Ένας κλάδος με προβλήματα αλλά και προοπτικές, Μάιος 2001
6. Χρήμα & Αγορά, Γενικές Συνελεύσεις εταιριών leasing, Ιούλιος 2001
7. ΧΑΑ εκδόσεις, ΟΤΕ concludes sale of ΟΤΕ leasing, 01/06/2000
8. Ναυτεμπορική, Hellenic Telecom Organization S.A.:ΟΤΕ announces the sale of its subsidiary ΟΤΕ leasing, 11/12/2001

5.Ανάλυση της Χρηματοοικονομικής Κατάστασης της εταιρίας την περίοδο 1996 – 2001

Έχοντας αναλύσει την κατάσταση που επικρατεί στον κλάδο της χρηματοδοτικής μίσθωσης, τις τάσεις, τους κύριους ανταγωνιστές και τα μερίδια αγοράς, περνάμε τώρα στη χρηματοοικονομική ανάλυση της υπό αποτίμησης εταιρίας, της ΟΤΕ Leasing χρησιμοποιώντας χρηματοοικονομικούς δείκτες. Θα χρησιμοποιήσουμε στοιχεία από το 1996/1997 οπότε και ιδρύθηκε η εταιρία μέχρι και το 2001 οπότε και ολοκληρώθηκε η πώλησή της στον όμιλο ΠΕΙΡΑΙΩΣ. Η καλή κατανόηση της απόδοσης της εταιρίας ιστορικά βοηθάει και στον έπειτα προσδιορισμό των προβλέψεων αν και αυτό δεν πρέπει να θεωρείται πανάκεια καθώς το παρελθόν δεν αντανakλά πάντα το μέλλον και για αυτό θα πρέπει στις προβλέψεις μας να ενσωματώσουμε πληροφορίες για τον κλάδο, την οικονομία γενικότερα αλλά και για ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της εταιρίας.

Αξίζει να σημειώσουμε επιπλέον ότι επειδή η εταιρία, εάν εξαιρέσουμε σχεδόν δύο χρόνια, 2000 και 2001 που διήρκεσε η διαδικασία εξαγοράς της, είχε συνολικά 3 χρόνια ζωής η εξαγωγή οποιονδήποτε συμπερασμάτων βάσει μόνο των δεικτών κρίνεται επιπόλαιη λόγω ανεπάρκειας στοιχείων και ακόμα περισσότερο επειδή δραστηριοποιείται σε έναν κλάδο με ταχείς ρυθμούς ανάπτυξης που ενδεχομένως θα βελτιωνόταν κατά πολύ η χρηματοοικονομική εικόνα της. Επίσης, υπογραμμίζουμε ότι κάθε φορά που υπολογίζουμε ένα δείκτη ο οποίος περιέχει ένα στοιχείο από την Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσεως (Κ.Α.Χ.), το οποίο καλύπτει ένα ορισμένο χρονικό διάστημα, και ένα στοιχείο από τον Ισολογισμό, το οποίο χαρακτηρίζει μία ορισμένη χρονική στιγμή, σε αυτήν την περίπτωση θα παίρνουμε το μέσο όρο των στοιχείων του ισολογισμού αρχής και τέλους και θα τον χρησιμοποιούμε σαν παρανομαστή. Ωστόσο, η χρήση των δεικτών ως εργαλείο ανάλυσης υπόκειται σε ορισμένους περιορισμούς: πρώτον, δεν υπάρχει κάποιο μέτρο σύγκρισης για τους δείκτες και δεύτερον είναι αρκετά δύσκολο να βρεθεί συγκρίσιμη επιχείρηση ακόμα και στον ίδιο κλάδο καθώς διαφέρουν στο μέγεθος, στην ηλικία, στις λογιστικές μεθόδους που χρησιμοποιούν (αποτίμηση αποθεμάτων και μέθοδος αποσβέσεων) και στον

βαθμό διαφοροποίησης των λειτουργιών τους. Τρίτο και τελευταίο, οι δείκτες είναι προϊόν λογιστικών υπολογισμών από λογαριασμούς που περιλαμβάνουν ποσά υπολογισμένα με διαφορετικούς τρόπους.

Οι κυριότερες κατηγορίες οικονομικών δεικτών που υπάρχουν στη σχετική βιβλιογραφία είναι οι δείκτες αποδοτικότητας, κάλυψης, αποτελεσματικότητας, ρευστότητας, δανειακής επιβάρυνσης, παγιοποίησης περιουσίας και χρηματοδότησης ενεργητικού. Αρχίζουμε με το σχολιασμό των βασικών δεικτών αποδοτικότητας της εταιρίας ενώ ο υπολογισμός όλων των δεικτών παραθέτεται στο τέλος της ενότητας στο σχετικό πίνακα.

5.1. Δείκτες αποδοτικότητας

5.1.1. Δείκτης γενικής αποδοτικότητας

Ο δείκτης (δείκτης 1) γενικής αποδοτικότητας (Συνολικά Κέρδη / Καθαρό Ενεργητικό) είναι γενικά αρκετά υψηλός, αυξάνεται σταθερά από 7,21% το 1998 σε 8,59 το 2000 ενώ το 2001 πέφτει σε 4,1. αλλά αυτό συμβαίνει γιατί η επιχείρηση βρίσκεται στη διαδικασία πώλησης, υπολειτουργεί και τα συνολικά κέρδη επηρεάζονται αρνητικά. Ο συγκεκριμένος δείκτης μετράει την απόδοση των συνολικών περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης και επιτρέπει την αξιολόγηση της αποτελεσματικότητας της λειτουργίας της. Ο δείκτης φανερώνει την ικανότητά της να επιζήσει οικονομικά και να προσελκύσει κεφάλαια που προσφέρονται για επένδυση, “ανταμείβοντάς” τα ανάλογα.

5.1.2. Δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας πάγιου ενεργητικού

Ο δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας του πάγιου ενεργητικού (4) ενώ αρχικά αυξάνεται από 0,39 σε 0,40 το 2001 μειώνεται στο 0,20 γιατί παρατηρείται αύξηση των παγίων. Αυτό δεν είναι ιδιαίτερα ανησυχητικό γιατί πρώτον πρόκειται για μικρή μείωση και δεύτερον διορθώνεται εύκολα με sale and lease back. Ο εν λόγω δείκτης παρέχει ενδείξεις κατά πόσο η επιχείρηση χρησιμοποιεί εντατικά τα περιουσιακά της στοιχεία προκειμένου να πραγματοποιήσει τις πωλήσεις της.

Από αυτό φαίνεται εάν υπάρχει υπερεπένδυση κεφαλαίων στην επιχείρηση σε σχέση με το ύψος των πωλήσεων της και στην προκειμένη περίπτωση υπάρχει γιατί ο δείκτης παρουσιάζει χαμηλή τιμή. Βέβαια τα στοιχεία αυτού του δείκτη επηρεάζονται σε μεγάλο βαθμό από τη μέθοδο των αποσβέσεων που ακολουθεί η διοίκηση της εταιρείας, δηλαδή από το εάν ακολουθείται πολιτική αυξανόμενης ή σταθερής απόσβεσης. Γενικότερα, όσο υψηλότερος είναι ο δείκτης αυτός τόσο πιο αποτελεσματικά έχουν χρησιμοποιηθεί τα περιουσιακά της στοιχεία.

5.1.3. Δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας κυκλοφορούντος ενεργητικού

Η κυκλοφοριακή ταχύτητα του κυκλοφορούντος ενεργητικού (5) ενώ αρχικά αυξάνεται από 1,54 το 1998 σε 2,39 το έτος 2000 λόγω της αλματώδους αύξησης των καθαρών πωλήσεων της νεοσύστατης εταιρείας, το 2001 περιορίζεται σε πιο λογικά πλαίσια στο 1,20.

5.1.4. Δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας διαθεσίμων

Στο ίδιο συμπέρασμα καταλήγουμε και εάν δούμε την κυκλοφοριακή ταχύτητα των διαθεσίμων (8).

5.1.5. Δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας πελατών

Ωστόσο, ο δείκτης (7) κυκλοφοριακής ταχύτητας των πελατών καταδεικνύει αν οι απαιτήσεις της επιχείρησης είναι πολύ μεγάλες σε σύγκριση με τις πωλήσεις της. Ανάλογος με την ταχύτητα είσπραξης των απαιτήσεων είναι ο χρόνος δέσμευσης των απαιτήσεων. Μεγάλη ταχύτητα στην είσπραξη των απαιτήσεων σημαίνει μικρότερη πιθανότητα ζημιών από επισφαλείς πελάτες. Επίσης η παρακολούθηση της τάσης είναι διαχρονικά χρήσιμη για την αξιολόγηση της ποιότητας και της ρευστότητας των απαιτήσεων που στην ΟΤΕ Leasing διαρκώς χειροτερεύει καθώς ο δείκτης χρόνο με το χρόνο φθίνει. Από 13,56 φορές το

1998, μειώνεται σε 5,4, 4,96 και 1,98 τα προσεχή έτη. Εδώ σημειώνουμε ότι η εταιρία δε διατηρούσε αποθέματα.

5.1.6. Δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων

Ένας άλλος δείκτης αποδοτικότητας είναι αυτός της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων (9) ο οποίος αρχικά αυξάνεται αρκετά ενώ έπειτα παρουσιάζει αυξομειώσεις. Η συμπεριφορά των καθαρών κερδών καθορίζει και την πορεία του δείκτη καθώς το μετοχικό κεφάλαιο παραμένει σταθερό και ίσο με 6.000.000. Ο δείκτης αυτός απεικονίζει την κερδοφόρα δυναμικότητα μιας επιχείρησης και παρέχει ένδειξη του κατά πόσο επιτεύχθηκε ο στόχος πραγματοποίησης ενός ικανοποιητικού αποτελέσματος από τη χρήση των κεφαλαίων του μετόχου. Με άλλα λόγια μετρά την αποτελεσματικότητα με την οποία τα κεφάλαια των φορέων της επιχείρησης απασχολούνται σε αυτήν.

5.1.7. Δείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους

Ο τελευταίος δείκτης αποδοτικότητας είναι ο δείκτης του καθαρού περιθωρίου κέρδους (10) ο οποίος ισούται με το πηλίκο των καθαρών κερδών ως ποσοστό προς τις καθαρές πωλήσεις της εταιρίας. Ο δείκτης μειώνεται από 10% το 1998 σε 6% το 1999 και σε 3% το 2000 κάτι που δείχνει ότι τα καθαρά κέρδη είναι πολύ μικρά ως προς τις καθαρές πωλήσεις και αυτό συμβαίνει εξαιτίας δύο σημαντικών πηγών εξόδων που πλήττουν τις πωλήσεις: των τόκων χρεωστικών και του κόστους μισθωμάτων. Ο δείκτης αυτός προσδιορίζει το κέρδος από τις λειτουργικές δραστηριότητες, δηλαδή το ποσοστό κέρδους που μένει στην επιχείρηση μετά την αφαίρεση από τις καθαρές πωλήσεις του κόστους πωληθέντων και των λοιπών εξόδων. Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης τόσο πιο επικερδής είναι η επιχείρηση.

5.2. Δείκτες Κάλυψης

Αφού ολοκληρώσαμε την εξέταση των δεικτών αποδοτικότητας περνάμε τώρα στους δείκτες κάλυψης:

5.2.1. Δείκτης κάλυψης τόκων

Ο δείκτης κάλυψης των τόκων (11) δείχνει και την ικανότητα ανταπόκρισης της επιχείρησης στα χρηματοοικονομικά έξοδα. Αποτελεί δηλαδή ένα μέτρο της δανειακής κατάστασής της σε σχέση με τη δυναμικότητά της να επιτυγχάνει κέρδη, καθώς εμφανίζει την ικανότητά της να εξοφλεί τους τόκους των ξένων κεφαλαίων από τα κέρδη της. Βλέπουμε ότι ενώ την πρώτη χρονιά λειτουργίας της επιχείρησης είναι υψηλός σε σύγκριση με τα επόμενα χρόνια, 2,05, μετά πέφτει στο 1,41 στο 1,21 και ανεβαίνει πάλι στο 1,41, κάτι το οποίο σημαίνει ότι τα συνολικά κέρδη αρκούν για την κάλυψη μιάμισης φορές των τόκων χρεωστικών.

5.2.2. Δείκτης κάλυψης μερισμάτων

Τον δείκτη κάλυψης των μερισμάτων (12) δεν τον εξετάζουμε καθώς το 99% των μετοχών ανήκαν στο δημόσιο (άλλωστε για τη σύσταση Α.Ε. είναι απαραίτητη η συμμετοχή τουλάχιστον δύο φυσικών προσώπων) και η εταιρία δεν είχε μερισματική πολιτική. Μόνο το 2000 προέβη σε διανομή μερίσματος ύψους 150 εκατ. επειδή οι συναλλαγματικές διαφορές και τα εκμισθωμένα έξοδα εγκαταστάσεως δεν επιβάρυναν αυτή αλλά τους πελάτες της όπως αναφέρεται στις σημειώσεις του ισολογισμού 2000.

Γενικά οι αναλυτές θεωρούν ριψοκίνδυνες τις καταστάσεις όπου ο δείκτης είναι μικρότερος από 2¹. Επειδή όμως η εταιρία στην πραγματικότητα χρησιμοποιεί ταμιακές ροές και όχι κέρδη για την εξόφληση των υποχρεώσεών της κρίνεται σκόπιμη η χρήση ενός δείκτη που στον αριθμητή έχει τα καθαρά κέρδη προ φόρων τόκων και αποσβέσεων και στον παρανομαστή έχει τα χρηματοοικονομικά έξοδα (δείκτης 17), δηλαδή τους τόκους τους χρεωστικούς.

Παρατηρούμε ότι η πορεία του δείκτη βελτιώθηκε σε όλα τα χρόνια αν και ακόμα παραμένει μικρότερος του 2 εκτός από το 1998.

5.3. Δείκτες Αποτελεσματικότητας

Αφού τελειώσαμε με τους δείκτες κάλυψης ερχόμαστε τώρα στους δείκτες αποτελεσματικότητας:

5.3.1. Μέση διάρκεια είσπραξης απαιτήσεων

Η μέση διάρκεια είσπραξης των απαιτήσεων (δείκτης 14) το 1998 ήταν 45 ημέρες, το 1999, 112 και το 2000, 85 ημέρες, ενώ το 2001 212 ημέρες αν και το 2001 δεν το λαμβάνουμε υπόψη μας λόγω της ιδιομορφίας που έχει ως έτος πώλησης της εταιρίας.

5.3.2. Μέση διάρκεια αποπληρωμής υποχρεώσεων

Επίσης, η μέση διάρκεια αποπληρωμής των υποχρεώσεων (δείκτης 15) ανέρχεται σε 248, 253, 60 και 37 ημέρες αντίστοιχα για τα χρόνια 1998-2001. Παρατηρούμε ότι ενώ τα δύο πρώτα χρόνια η εταιρία εξοφλούσε σε υπερδιπλάσιο χρονικό διάστημα τις υποχρεώσεις της από αυτόν που εισέπραττε τις απαιτήσεις της, τα δύο τελευταία χρόνια η κατάσταση αντιστρέφεται ενδεχομένως λόγω της επικείμενης πώλησης της εταιρίας. Συγκεκριμένα, οι προβλέψεις για επισφαλείς πελάτες και τα γραμμάτια σε καθυστέρηση εκμηδενίζουν τις αντίστοιχες απαιτήσεις της εταιρίας, μειώνουν το κυκλοφορούν ενεργητικό και κατ' επέκταση τον αριθμοδείκτη 14. Ταυτόχρονα γίνονται ρυθμίσεις των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων της εταιρίας και εξοφλούνται βραχυπρόθεσμα κάτι που αυξάνει το βραχυπρόθεσμο παθητικό και κατ' επέκταση τον αριθμοδείκτη 15.

5.4. Δείκτες Ρευστότητας

Την ίδια θετική πορεία των δεικτών αποτελεσματικότητας ακολούθησαν το διάστημα 1997-2000 και οι δείκτες ρευστότητας.

5.4.1. Δείκτης τρέχουσας ρευστότητας

Συγκεκριμένα ο δείκτης τρέχουσας ρευστότητας (16) αυξήθηκε από 0,21 σε 0,32 και το 2000 σε 1,43 που σημαίνει ότι το κυκλοφορούν ενεργητικό είναι ικανό να καλύψει σχεδόν μιάμιση φορά τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Όσο πιο προβλέψιμες είναι οι εισροές χρημάτων μιας επιχείρησης τόσο είναι γενικότερα αποδεκτός ένας πιο χαμηλός δείκτης, αν και αυτό είναι συνάρτηση κυρίως του κλάδου στον οποίο ανήκει η επιχείρηση. Για το έτος 2001 δε γίνεται σχολιασμός του δείκτη λόγω της μετακύλισης των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις εξαιτίας της εξαγοράς. Ένα άλλο ακραίο χαρακτηριστικό που αποδεικνύει γιατί πρέπει να προσέχουμε με τα νούμερα του 2001 και που αναφέρεται στις σημειώσεις του ισολογισμού της Π. Leasing A.E. (όπως ήταν η ονομασία της ΟΤΕ Leasing A.E. κατά τη διάρκεια πώλησής της) είναι ότι στις 31.12.2001 ο συνολικός αριθμός των απασχολούμενων στην εταιρία ήταν 4 άτομα.

Για να κατανοηθεί πληρέστερα ο κίνδυνος ρευστότητας που αντιμετωπίζει μία εταιρία πρέπει να εξεταστεί ο κύκλος ζωής των λειτουργιών της². Εάν η εταιρία μπορεί να καθυστερεί τις πληρωμές της σε προμηθευτές, εργαζομένους μέχρι να κάνει τις εισπράξεις από τους πελάτες της και γενικά δέχεται περισσότερες ταμιακές εισροές από ότι εκροές τότε δεν αναμένεται βραχυχρόνια να αντιμετωπίσει πρόβλημα ρευστότητας. Αυτή η διαδικασία βεβαίως είναι δύσκολη γιατί όπως και στην προκειμένη περίπτωση της ΟΤΕ Leasing, μία νεοσύστατη εταιρία που δραστηριοποιείται σε έναν αναπτυσσόμενο κλάδο ενδέχεται να αντιμετωπίσει αυξημένη ζήτηση και επομένως να υπερβεί τα απασχολούμενα κεφάλαιά της αυξάνοντας το δανεισμό της για να την ικανοποιήσει. Πολλές φορές η έλλειψη ρευστότητας βραχυχρόνια απορρέει από μεγάλες μακροχρόνιες

δανειακές υποχρεώσεις. Για αυτό τα λόγια η εταιρία πρέπει να παράγει τόσες ταμιακές εισροές ώστε να καλύπτει και τις βραχυπρόθεσμες και τις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις της οι οποίες αναλύονται στους επόμενους δείκτες δανειακής επιβάρυνσης.

5.5. Δείκτες Δανειακής Επιβάρυνσης (Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης)

Το επόμενο βήμα στην ανάλυσή μας είναι η εξέταση της δανειακής επιβάρυνσης της εταιρίας η οποία παρουσιάζεται συνεχώς ανοδική παρατηρώντας τόσο το λόγο των ξένων μακροπρόθεσμων κεφαλαίων προς τα απασχοληθέντα κεφάλαια (δείκτης 18), όσο και το λόγο των ξένων μακροπρόθεσμων κεφαλαίων προς τα ίδια κεφάλαια (δείκτης 19). Βέβαια, αυτό δε θα πρέπει να εξετάζεται μεμονωμένα, αλλά συγκριτικά με τις εναλλακτικές επιλογές και την άριστη κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρίας³.

5.5.1. Δείκτης χρηματοοικονομικής μόχλευσης

Ο δείκτης 18 που είναι γνωστός και σαν δείκτης χρηματοοικονομικής μόχλευσης σημαίνει απλά τη χρήση των δανεισμένων κεφαλαίων. Οι μέτοχοι μιας επιχείρησης χρησιμοποιούν τη χρηματοοικονομική μόχλευση για να δώσουν ώθηση στο δείκτη απόδοσης ιδίων κεφαλαίων (δείκτης 9), αλλά με αυτόν τον τρόπο αυξάνουν την ευαισθησία του σε διακυμάνσεις της κερδοφορίας της εταιρίας όπως αυτές μετριούνται με το δείκτη της απόδοσης του ενεργητικού (δείκτης 1). Με άλλα λόγια, οι μέτοχοι της εταιρίας κάνοντας χρήση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης αυξάνουν όχι μόνο το χρηματοοικονομικό κίνδυνο της εταιρίας αλλά και το λειτουργικό. Μία αύξηση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης μιας εταιρίας θα αυξήσει την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων της εάν και μόνο εάν η απόδοση του ενεργητικού είναι μεγαλύτερη από το επιτόκιο δανεισμού της. Αυτό το τελευταίο είναι εύλογο, γιατί εάν η απόδοση του ενεργητικού υπερβαίνει το επιτόκιο δανεισμού, τότε η επιχείρηση

κερδίζει περισσότερο από το κεφάλαιο που χρησιμοποιεί από αυτό που πληρώνει στους πιστωτές της. Το πλεόνασμα που δημιουργείται θα μπορεί κάλλιστα να διατεθεί στους μετόχους αυξάνοντας έτσι και την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων⁴.

5.6. Δείκτες Παγιοποίησης Περιουσίας

Σε συνάρτηση με τον προηγούμενο δείκτη πρέπει να δούμε και τους δείκτες παγιοποίησης περιουσίας (δείκτες 20 και 21), οι οποίοι παρατηρούμε ότι είναι μεγαλύτεροι από τη μονάδα κάτι το οποίο σημαίνει ότι η εταιρία είναι εντάσεως κεφαλαίου και είναι λογικό να έχει μεγάλη μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση για τα πάγια που βρίσκονται στην κατοχή της και κατ' επέκταση και υψηλό σταθερό κόστος. Επίσης, επειδή όπως είδαμε στην ανάλυση κλάδου, ο κλάδος της χρηματοδοτικής μίσθωσης βρίσκεται στο στάδιο της ανάπτυξης ακόμα, η επένδυση σε πάγια κρίνεται σκόπιμη και σωστή προκειμένου μεσομακροπρόθεσμα να επιτευχθεί ένα υψηλό περιθώριο κέρδους (contribution margin).

5.7. Δείκτες Χρηματοδότησης Ενεργητικού

Τα παραπάνω συμβάλλουν και στην ερμηνεία και των τελευταίων δεικτών που εξετάζουμε, των δεικτών της χρηματοδότησης του ενεργητικού. Συγκεκριμένα παρατηρούμε ότι ούτε τα απασχοληθέντα ούτε τα ίδια κεφάλαια της εταιρίας αρκούν για να καλύψουν εύκολα το πάγιο ενεργητικό ενώ και οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις υπερβαίνουν το κυκλοφορούν ενεργητικό όλα τα χρόνια με εξαίρεση το 2001 με αποτέλεσμα ο δείκτης 24 που απεικονίζει το λόγο του καθαρού κεφαλαίου κίνησης προς το κυκλοφορούν ενεργητικό, να βγαίνει αρνητικός.

Βιβλιογραφία – αρθρογραφία κεφαλαίου 5

1. Δ. Γκίκας, Η ανάλυση και οι χρήσεις των λογιστικών καταστάσεων, εκδ. Μπένου, 1997
2. Δ. Γκίκας, ό. π. σελ. 80
3. Bodie Z., & Merton R. C., Finance, 2nd edition, Prentice Hall, 2000
4. Stickney C.P., Financial Reporting and Statement Analysis: a strategic perspective, 3rd edition, Dryden press, 1996

6. Αποτίμηση με τον πολλαπλασιαστή P/E

Έχοντας ολοκληρώσει την ανάλυση του κλάδου της χρηματοδοτικής μίσθωσης, τις συνθήκες που επικρατούν στον κλάδο, τα μερίδια αγοράς των εταιριών, τις τάσεις που υπάρχουν και την ανάλυση της χρηματοοικονομικής κατάστασης της OTE Leasing A.E. χρησιμοποιώντας οικονομικούς δείκτες, περνάμε στην αποτίμηση της εταιρίας βάσει χρηματιστηριακών δεδομένων κάνοντας χρήση του λόγου P/E. Η μέθοδος χρησιμοποιεί το λόγο της τρέχουσας χρηματιστηριακής τιμής προς τα κέρδη ανά μετοχή μιας όμοιας εισηγμένης εταιρίας με αυτήν που αποτιμούμε και τον πολλαπλασιάζει με τα κέρδη ανά μετοχή της εταιρίας υπό αποτίμηση. Το γινόμενο αποτελεί την τιμή της μετοχής της εταιρίας εάν αυτή διαπραγματευότανε στο χρηματιστήριο. Έπειτα, εάν πολλαπλασιάσουμε την τιμή αυτή με το αριθμό των κοινών μετοχών που είναι διαθέσιμες στο επενδυτικό κοινό βρίσκουμε την αξία της εταιρίας για εκείνη τη δεδομένη χρονική στιγμή.

Πρόκειται για μία μέθοδο απλή, κατανοητή, σχετικά εύκολη στην εφαρμογή της η οποία αντανakλά την τρέχουσα αξία της εταιρίας και τα value drivers, όπως είναι ο ρυθμός ανάπτυξης των κερδών, τα έσοδα και ο κίνδυνος συστηματικός και μη, και η οποία χρησιμοποιεί και ενσωματώνει τρέχοντες πληροφορίες από την κεφαλαιαγορά και όχι ιστορικά στοιχεία όπως κάνει η μέθοδος των προεξοφλημένων καθαρών ταμιακών ροών που στηρίζεται κυρίως στις οικονομικές καταστάσεις προηγούμενων χρόνων για την πρόβλεψη της μελλοντικής πορείας της εταιρίας.

Στα αρνητικά της μεθόδου συγκαταλέγονται τα παρακάτω: πρώτον, η χρηματιστηριακή αγορά στην περίπτωση που δεν είναι αποτελεσματική οι τιμές που διαμορφώνονται σε αυτήν δεν αντανακλούν όλη τη διαθέσιμη πληροφόρηση και επομένως δεν απεικονίζουν την πραγματικότητα για τις εισηγμένες εταιρίες. Δεύτερον, η εύρεση όμοιας εισηγμένης εταιρίας αποτελεί κάτι το πολύ δύσκολο ειδικά στην προκειμένη περίπτωση καθώς στον κλάδο της χρηματοδοτικής μίσθωσης οι εισηγμένες εταιρίες είναι τρεις (Alpha Leasing, ΠΕΙΡΑΙΩΣ Leasing και ETBA Leasing A.E.). Τρίτον, ακόμα και εάν υποθέσουμε ότι η χρηματιστηριακή αγορά ανταμείβει με μεγάλο P/E τις εταιρίες που παρουσιάζουν

υψηλούς ρυθμούς ανόδου στην κερδοφορία τους και αντίστοιχα με χαμηλό P/E τις εταιρίες που εμφανίζουν στασιμότητα, στην περίπτωση που οι ρυθμοί αύξησης της κερδοφορίας διακοπούν απροσδόκητα σε μία και μόνο χρονιά (ενώ σε μακροχρόνιο επίπεδο εξακολουθεί να υπάρχει μεγέθυνση), τότε ο δείκτης P/E λειτουργεί υπο-πολλαπλασιαστικά στην πτώση της τιμής της μετοχής που ενδεχομένως να επακολουθήσει. Τέταρτον, οι διαφορετικές μέθοδοι αποσβέσεων και αποτίμησης των αποθεμάτων που χρησιμοποιούνται από τις εταιρίες καταλήγει σε κέρδη ανά μετοχή και κατ'επέκταση P/E τα οποία δεν είναι συγκρίσιμα μεταξύ τους. Εταιρίες που επιλέγουν τη χρησιμοποίηση συντηρητικών λογιστικών μεθόδων (για παράδειγμα τη μέθοδο του αυξανόμενου συντελεστή αποσβέσεων και τη μέθοδο LIFO για την αποτίμηση αποθεμάτων, σε περιόδους ανόδου των τιμών) θα έχουν χαμηλότερα κέρδη και υψηλότερο P/E από τις εταιρίες που χρησιμοποιούν λιγότερο συντηρητικές μεθόδους.

Για την εφαρμογή της μεθόδου πρώτα από όλα θα πρέπει να εντοπίσουμε μία όμοια επιχείρηση με την ΟΤΕ Leasing A.E.. Στη σχετική βιβλιογραφία ως όμοιες επιχειρήσεις θεωρούνται εκείνες οι οποίες επιτυγχάνουν παραπλήσιο επίπεδο απόδοσης είτε αυτό ορίζεται από το ύψος των πωλήσεων είτε από το ύψος των κερδών χρήσεως της εταιρίας. Επίσης, οι όμοιες εταιρίες θα πρέπει να παρουσιάζουν παραπλήσιο επίπεδο ανάπτυξης των εσόδων ή των κερδών και να θεωρούνται από τις ομάδες συμφερόντων (επενδυτές, δανειστές, πελάτες, εργαζόμενοι, μέτοχοι, διοίκηση) ότι ενέχουν τον ίδιο ή σχεδόν τον ίδιο βαθμό κινδύνου. Όπως έχουμε αναφέρει και στο θεωρητικό κομμάτι της περιγραφής της μεθόδου σε προηγούμενο κεφάλαιο, οι απόπειρες εύρεσης όμοιων εταιριών επικεντρώνονται σε εταιρίες του ίδιου κλάδου και σαφέστατα της ίδιας χώρας όπου επικρατούν οι ίδιες συνθήκες, ελλοχεύουν παρόμοιοι κίνδυνοι και οι προσδιοριστικοί παράγοντες είναι ίδιοι για όλες τις επιχειρήσεις του κλάδου, για άλλες σε μεγαλύτερο και για άλλες σε μικρότερο βαθμό.

Η επιλογή μας θα στηριχθεί όπως είπαμε μεταξύ των εισηγμένων εταιριών του κλάδου, δηλαδή της Alpha Leasing, της ΠΕΙΡΑΙΩΣ Leasing και της ETBA Leasing A.E. Αυτή που φαίνεται με την πρώτη ματιά ότι διαφέρει κατά πολύ από την ΟΤΕ Leasing είναι η Alpha Leasing και αυτό γιατί παρατηρώντας τις

οικονομικές καταστάσεις της Alpha αλλά και το μερίδιο αγοράς που κατέχει στον κλάδο, θα διαπιστώσουμε ότι είναι ο ηγέτης του κλάδου και με διαφορά. Επίσης, η ETBA Leasing, αν και δημόσια εταιρία και για την οποία επομένως θα μπορούσαμε να βρούμε αρκετά κοινά με την ΟΤΕ, είναι αρκετά υποδιέστερη σε μεγέθη όπως: α) το σύνολο του ενεργητικού 33.024.965.575 δρχ για το 2000 για την ETBA έναντι 63.790.477.614 δρχ για το ίδιο έτος για την ΟΤΕ, β) το ύψος του κύκλου εργασιών 9.460.543.590 δρχ για την ETBA το 2000 έναντι 18.659.202.961 δρχ για την ΟΤΕ το ίδιο έτος και γ) το σύνολο των μακροπρόθεσμων απαιτήσεων κάτι που αντιπροσωπεύει και τον κίνδυνο που αντιμετωπίζει μία εταιρία, 2.407.649.107 δρχ για την ETBA το 2000 έναντι 49.236.946.810 δρχ για την ΟΤΕ πάλι το ίδιο έτος.

Εκείνη που φαίνεται να πλησιάζει αρκετά στα μεγέθη της ΟΤΕ Leasing είναι η ΠΕΙΡΑΙΩΣ Leasing. Τα εργαλεία που θα χρησιμοποιήσουμε για να εξετάσουμε σε μεγαλύτερο βάθος τις ομοιότητες των δύο εταιριών είναι τα εξής:

1. Η αντιπαράθεση των οικονομικών δεικτών
2. Η αντιπαράθεση των οικονομικών καταστάσεων με τη μορφή του κοινού μεγέθους
3. Η εξέταση των μεταβολών των λογαριασμών από έτος σε έτος τόσο σε απόλυτους αριθμούς όσο και σε ποσοστά (οριζόντια ανάλυση καταστάσεων)
4. Η παράλληλη παρατήρηση της πορείας των μεταβολών των πωλήσεων της κάθε εταιρίας σε σχέση με τα κέρδη χρήσεως θεωρώντας ως έτος βάσης το 1997

Όπως φαίνεται και από τον πίνακα με τους αριθμοδείκτες της ΠΕΙΡΑΙΩΣ Leasing που παραθέτουμε στο τέλος του κεφαλαίου όσον αφορά τους δείκτες αποδοτικότητας όλοι έχουν την ίδια πορεία και οι περισσότεροι συμπίπτουν και σε απόλυτα νούμερα όπως για παράδειγμα ο δείκτης Συνολικά Κέρδη προς Καθαρές Πωλήσεις, ο δείκτης Καθαρές Πωλήσεις προς Σύνολο Ενεργητικού και ο δείκτης Καθαρά Κέρδη προς Ίδια Κεφάλαια. Επιπλέον, οι δείκτες ρευστότητας

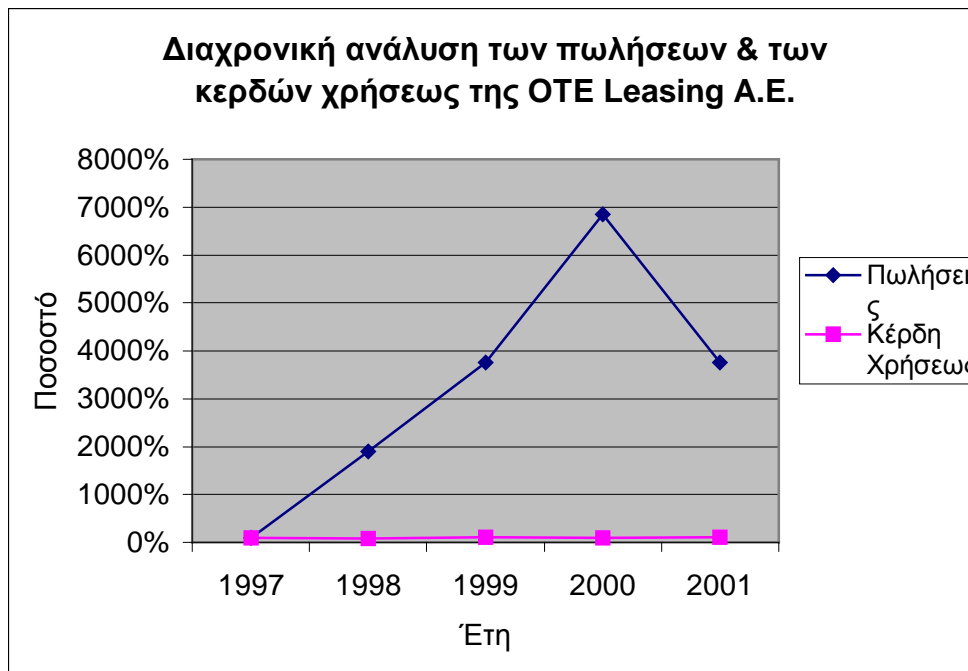
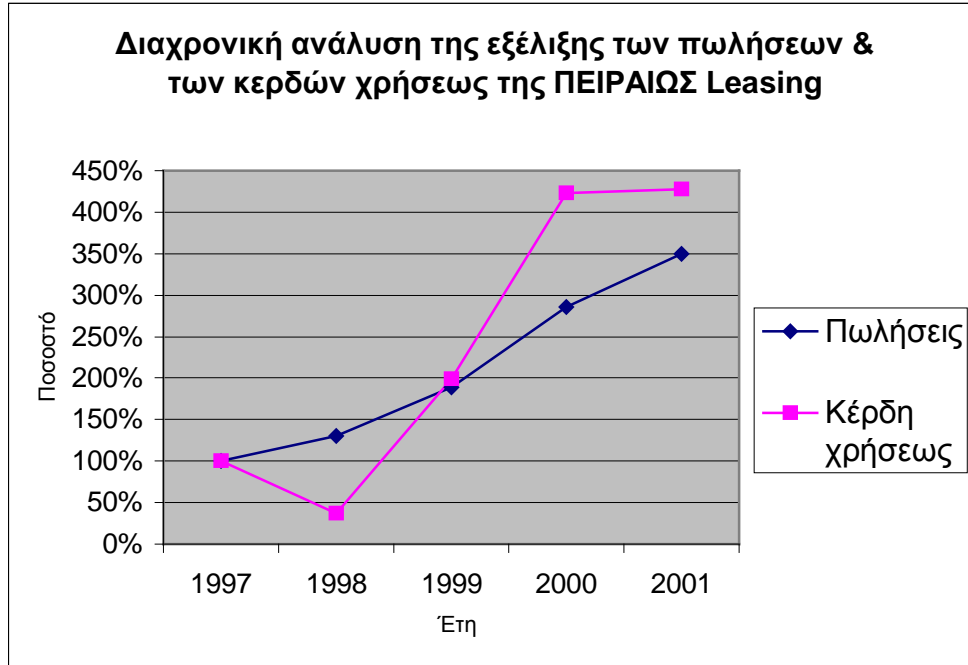
παρουσιάζουν μία εγγύτητα και για τη μεν ΠΕΙΡΑΙΩΣ κυμαίνονται από 0,08 μέχρι 0,34 ενώ για τη δε ΟΤΕ με εξαίρεση το 2000 κυμαίνονται από 0,17 μέχρι 0,21. Αρκετά κοντά βρίσκονται επίσης και οι δείκτες χρηματοδότησης ενεργητικού με τους δύο πρώτους να κυμαίνονται μεταξύ 0,18 φορές και 1,05 και 0,13 με 0,34 για την ΟΤΕ Leasing ενώ για την ΠΕΙΡΑΙΩΣ βρίσκονται μεταξύ 0,33 και 0,78 για τον πρώτο και 0,26 και 0,71 για το δεύτερο.

2. Από την αντιπαράθεση των καταστάσεων κοινού μεγέθους στο παράρτημα της εργασίας μαζί με όλους τους ισολογισμούς, παρατηρούμε ότι από τη μία το σύνολο του πάγιου ενεργητικού ως προς το σύνολο του ενεργητικού βρίσκεται κατά τη διάρκεια όλων των ετών γύρω στο 82% με 85% και για τις δύο εταιρίες, ενώ από την άλλη το ποσοστό των κερδών χρήσης ως προς τον κύκλο εργασιών κυμαίνεται από 3% μέχρι 9% (με εξαίρεση το έτος 1997 δικαιολογημένα ως έτος ίδρυσης) για την ΟΤΕ και από 2,5% μέχρι 10% περίπου για την ΠΕΙΡΑΙΩΣ. Εδώ σημειώνουμε ότι κοινού μεγέθους καταστάσεις (Ισολογισμού και Κ.Α.Χ.) καταρτίζουμε προκειμένου να εξαλείψουμε τυχόν διαφορές σε απόλυτους αριθμούς μεταξύ των εταιριών και να τους παρουσιάσουμε ως ποσοστό των πωλήσεων εάν πρόκειται για λογαριασμούς από την Κ.Α.Χ. ή ως ποσοστό του συνόλου του ενεργητικού εάν πρόκειται για λογαριασμούς που ανήκουν στον Ισολογισμό της κάθε εταιρίας έτσι ώστε να διευκολύνουμε τη σύγκριση μεταξύ τους.

3. Η οριζόντια ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων αποκαλύπτει τους λογαριασμούς εκείνους που όχι μόνο είναι πιο σημαντικοί για την κάθε εταιρία αλλά και το επίπεδο σημαντικότητας αυτών. Η σχετική ανάλυση παρατίθεται στο τέλος του κεφαλαίου όπου και παρατηρούνται και σε αυτό το σημείο συμπεράσματα τα οποία ενισχύουν την άποψη περί ομοιότητας των δύο επιχειρήσεων.

4. Τέλος, εκείνο που θα εξετάσουμε είναι η παράλληλη πορεία των πωλήσεων με τα κέρδη χρήσεως των εταιριών για να δούμε εάν συμπίπτουν. Όπως φαίνεται από τα διαγράμματα παρακάτω η εξέλιξη είναι παρόμοια. Τα κέρδη χρήσεως αρχικά πέφτουν, στη συνέχεια αυξάνονται με αύξοντα ρυθμό ενώ τέλος με

φθίνοντα ρυθμό. Αντίθετα, οι πωλήσεις αρχικά μειώνονται, μετά αυξάνονται με αύξοντα ρυθμό και τέλος με φθίνοντα ρυθμό.



Όσον αφορά την απόδοση και το ρυθμό αύξησης των πωλήσεων αλλά και των περισσότερων λογαριασμών των δύο εταιριών, από τα παραπάνω συμπεραίνουμε ότι έχουν παραπλήσια εξέλιξη. Εκείνο που διαφέρει είναι το στοιχείο του κινδύνου όχι τόσο στο σύνολό του αλλά στο είδος. Αυτό μπορεί κανείς να το παρατηρήσει κοιτάζοντας τους δείκτες κάλυψης των χρηματοοικονομικών εξόδων, τους δείκτες δανειακής επιβάρυνσης αλλά και την κεφαλαιακή διάρθρωση των δύο εταιριών. Η ΠΕΙΡΑΙΩΣ Leasing ως εισηγμένη όπως είναι εύλογο είναι εκτεθειμένη και στους κινδύνους χρηματιστηριακών κρίσεων οι οποίοι όμως γενικά επηρεάζουν και τις μη εισηγμένες όπως και το γενικότερο κλίμα της οικονομίας. Η ΟΤΕ Leasing από την άλλη έχει μεγάλες μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις κάτι το οποίο αποδίδεται στην επιθετική της πολιτική ανάπτυξης (Leverage Buy Out).

Σε γενικές γραμμές, το στοιχείο του κινδύνου είναι δύσκολο να εκτιμηθεί και κατ'επέκταση να προβλεφθεί και να ποσοτικοποιηθεί. Θα πρέπει να ληφθούν υπόψιν οι προβλέψεις για έκτακτους κινδύνους, για επισφαλείς πελάτες, για αποζημιώσεις προσωπικού αλλά και οι ιδιαίτερες μεταχειρίσεις που ενδεχομένως να τυγχάνουν οι εταιρίες αλλά και η διαπραγματευτική τους ικανότητα τόσο έναντι των προμηθευτών όσο έναντι και των πελατών τους. Η συνεξέταση λοιπόν, όλων των παραπάνω παραγόντων καθίσταται δυσκολότατη αν όχι αδύνατη και για αυτό για λόγους απλούστευσης θα θεωρήσουμε ότι οι δύο εταιρίες αντιμετωπίζουν και τον ίδιο βαθμό συνολικού κινδύνου (πιστωτικό, ρευστότητας, διαφοροποίησης, συστηματικό, διεθνές) στις δραστηριότητές τους.

Έχοντας επομένως, βρει την όμοια της ΟΤΕ Leasing εταιρία που δεν είναι άλλη από την ΠΕΙΡΑΙΩΣ, περνάμε στο επόμενο βήμα που είναι ο υπολογισμός του P/E της ΠΕΙΡΑΙΩΣ Leasing. Το πρώτο πρόβλημα που αντιμετωπίζουμε είναι ποια χρηματιστηριακή τιμή θα χρησιμοποιήσουμε στον υπολογισμό του P/E. Γνωρίζουμε ότι το 1999 δεν είναι χρηματιστηριακά αντιπροσωπευτικό έτος και επομένως δε μπορεί η τότε επικρατούσα τιμή να ληφθεί υπόψιν. Επίσης, τα τελευταία χρόνια, 2000-2002 παρατηρείται μία πτώση στο χρηματιστήριο ή οποία μόνο εν μέρει είναι δικαιολογημένη λόγω της υπερβολικής απόδοσης και του υψηλού risk που έπιασε το 1999. Για παράδειγμα, η τιμή της μετοχής της

ΠΕΙΡΑΙΩΣ Leasing στις 31/12/2001 ήταν 9,06 Ευρώ (3.087 δρχ.) ενώ στις 8/10/2002 η τιμή της ανερχόταν στα 6,50 Ευρώ. Έτσι, για τον υπολογισμό του P/E θα πάρουμε μία τιμή στόχο ίση με 2.500 δρχ. (ενδιαφέρον παρουσιάζει ο παρακάτω πίνακας για τις επιχειρηματικές συμπράξεις του 1999 και πώς κινήθηκαν οι τιμές των μετοχών ένα μήνα πριν κατά τη διάρκεια και ένα μήνα μετά τη συμφωνία εξαγοράς αποδεικνύοντας πόσο ευμετάβλητη και επομένως όχι αντιπροσωπευτική είναι η τιμή των μετοχών των εμπλεκόμενων εταιριών όσο διαρκεί η διαδικασία πώλησης) και για τα έσοδα ανά μετοχή (Ε) θα χρησιμοποιήσουμε τον τύπο και για τις δύο περιόδους 1999 και 2000 προκειμένου να καταλήξουμε σε μία πιο αμερόληπτη και πρόσφατη εκτίμηση των εσόδων ανά μετοχών (Ε) από αυτή που θα είχαμε εάν επιλέγαμε τα έσοδα ανά μετοχή από κάποιο άλλο έτος ή ακόμα και το μέσο όρο όλων των ετών γιατί όπως έχουμε ξαναπεί, η ΟΤΕ Leasing ιδρύθηκε μόλις το 1997 και η διαδικασία πώλησής της ολοκληρώθηκε το 2001. Επομένως, στην ανάλυσή μας δεν ενδείκνυται η χρήση στοιχείων ούτε από τα πρώτα έτη λειτουργίας της επιχείρησης (άλλωστε οι συμβάσεις χρηματοδοτικής μίσθωσης με τη μικρότερη διάρκεια είναι 3 ετών) αλλά ούτε και από το 2001 όπου λόγω εξαγοράς η εταιρία δε λειτουργούσε πλήρως.

Εντελώς πληροφοριακά και για έμπρακτη απόδειξη της αύξησης των συμπράξεων παρατίθεται ο παρακάτω πίνακας.

ΟΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΕΣ ΣΥΜΠΡΑΞΕΙΣ ΤΟΥ 1999 (ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΣ-ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ)						
Συμφωνία	Ημ/νία	Τιμή 1 μήνα προ της συμφωνίας	Τιμή κατά τη συμφωνία*	Τιμή 1 μήνα μετά τη συμφωνία	Απόδοση(%) 1 μήνα πριν τη συμφωνία	Απόδοση(%) 1 μήνα μετά τη συμφωνία
Όμιλος Ελληνική Τεχνοδομική(Α) – ΤΕΒ(Σ)	22/7/98	2.175	2.578	2.293	18,51%	-11,06
		995	1.400	1.087	40,67	-22,38
Μινωϊκές Γραμμές(Α) – Cerres(Σ)	2/12/98	4.002	4.167	3.947	4,11	-5,28
Μινωϊκές Γραμμές(Α) – Air Greece(Σ)	22/1/99	3.989	4.567	4.389	14,48	-3,89
ΑΕΓΕΚ(Α) – Εκτέρ(Σ)	15/2/99	1.493	2.015	1.905	35,01	-5,46
		864	1.097	1.143	26,98	4,26
ΑΤΠ Κατ(Α) – Σιγάλας	15/2/99	1/513	3.147	4.127	108,07	31,13
		246	535	871	117,19	62,74
Κυλινδρόμυλος Λούλη(Α) – Μύλοι Αγ. Γεωργίου(Σ)	19/3/99	1.690	2.715	2.291	60,65	-15,62
		4.320	6.400	5.070	48,15	-20,78
Γ.Ε.Κ(Α) – Τέρνα(Σ)	27/3/99	2.486	3.130	3.030	25,93	-3,19
		2.232	2.235	2.063	0,13	-7,72
Alpha Τράπεζα Πίστewος(Α) – Ιονική(Σ)	29/3/99	16.289	19.478	20.622	19,58	5,88
		17.150	24.225	17.600	41,25	-27,35
Info Quest(Α) – Πληροφορ. Εργασίας(Σ)	15/4/99	3.821	3.864	4.709	1,12	21,86
		2.849	3.740	5.691	31,28	52,18
Όμιλος Ελληνική Τεχνοδομική(Α) – ΤΕΒ Ακτωρ(Σ)	13/5/99	3.680	7.236	6.490	96,63	-10,31
		1.615	3.260	3.410	101,86	4,60
		2.450	4.070	3.735	66,12	-8,23

Αποτίμηση επιχειρήσεων, η μελέτη περίπτωσης της ΟΤΕ Leasing

Δωρική Τράπεζα (Σ) - Telesis ΑΧΕ(Α)	13/5/99	4.445	5.847	6.920	31,55	18,35
Άβαξ(Α) – Overseas(Σ)	4/6/99	2.877	3.680	5.040	27,92	36,94
Telesis ΑΧΕ & Δωρική Τράπεζα(Α) – Δίας ΑΕΕΧ(Σ)	22/6/99	6.684	7.594	12.198	13,63	60,62
		2.050	4.451	5.388	117,12	21,05
Όμιλος Παπαέλληνα(Α) – Σπόρτσμαν(Σ) – Λαμπρόπουλος(Σ)	30/6/99	5.438	6.188	6.170	13,79	-0,28
		5.660	5.550	5.650	-1,94	1,80
		11.800	22.394	30.000	89,78	33,96
ΕFG Eurobank(Α) – Τράπεζα Εργασίας(Σ)	5/8/99	15.445	12.705	11.650	-17,74	-8,30
		37.465	30.500	28.990	-18,59	-4,95
Επιχειρήσεις Απτικής(Α) – Γραμμές Στρίντζη(Σ)	30/8/99	3.690	4.903	7.560	32,87	54,19
		2.260	3.542	3.823	56,73	7,93
Δέλτα Πληροφορική(Α) - Singular(Σ)	24/9/99	21.480	23.700	40.500	10,34	70,89
		8.995	11.610	19.688	29,07	69,58

Σημειώσεις: Α: εταιρία αγοραστής, Σ: εταιρία στόχος

*Ημερομηνία ευρείας γνωστοποίησης της συμφωνίας στα μέσα μαζικής ενημέρωσης

Πηγή: ΤΟ ΒΗΜΑ, 19/12/1999 “Εξαγορές, Συγχωνεύσεις και Μετοχές”, πλήρης χρηματοπιστηριακή ανάλυση με βάση τις μεγάλες επιχειρηματικές κινήσεις του 1999

Σημειώνουμε εδώ ότι οι υπολογισμοί μας είναι σε δραχμές γιατί και κατά τα έτη λειτουργίας της εταιρίας (1997-2001) το ενιαίο νόμισμα δεν είχε ακόμα καθιερωθεί. Στον παρακάτω πίνακα παρατίθενται τα έσοδα ανά μετοχή των δύο

εταιριών τα οποία είναι ο λόγος των καθαρών κερδών των επιχειρήσεων με τον αριθμό των κυκλοφορούντων μετοχών από τα αντίστοιχα έτη.

Έσοδα ανά μετοχή (Earnings per Share)		
	ΠΕΙΡΑΙΩΣ Leasing	OTE Leasing A.E.
1997	215,29	106,84
1998	52,84	85,40
1999	142,33	109,99
2000	134,55	102,61

Ακολουθώντας τη μεθοδολογία πολλαπλασιάζουμε την τιμή στόχος της μετοχής της ΠΕΙΡΑΙΩΣ Leasing (2.500 δρχ.) με τα έσοδα ανά μετοχή της OTE Leasing A.E. για τα έτη 1999 και 2000 και το γινόμενο αυτό το διαιρούμε με το μέσο όρο των εσόδων ανά μετοχή της ΠΕΙΡΑΙΩΣ Leasing του 1999 και 2000 παρομοίως. Ο τύπος έχει ως εξής:

$$\text{EarningsPerShare(OTELeasing)} * \frac{\text{TargetStock Price(PIRAEUSLeasing)}}{\text{EarningsPerShare(PIRAEUSLeasing)}}$$

Με τα στοιχεία του έτους του 1999, βρίσκουμε ότι η αξία της εταιρίας ισούται με 11.591.723.460 δρχ. ενώ χρησιμοποιώντας τα στοιχεία του 2000 η αξία της OTE Leasing προσδιορίζεται στα ίδια σχεδόν επίπεδα και ισούται με 11.439.241.920 δρχ. Σε αυτό το σημείο, θυμίζουμε ότι τελικά το τίμημα της εξαγοράς της εταιρίας ανήλθε σε 7.142.000.000 αλλά επειδή μέρος της πώλησης έγινε με μεταβίβαση μετοχών με την τιμή ανά μετοχή που θα επικρατούσε τη στιγμή της ολοκλήρωσης της διαδικασίας εξαγοράς και εξαιτίας της πτώσης των τιμών των μετοχών το τίμημα είναι μικρότερο του αναμενόμενου. Αυτό λοιπόν, μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι η αξία της εταιρίας προσδιορίζεται σαφώς σε υψηλότερα επίπεδα ενώ θα έπρεπε να συνυπολογιστούν και να διευκρινιστούν και αρκετά ακόμα δεδομένα τα οποία αναλύουμε στο επόμενο κεφάλαιο με τη μορφή ερωτήσεων.

6.1. Αριθμοδείκτες (ΠΕΙΡΑΙΩΣ Leasing)

6.2. Οριζόντια Ανάλυση Ισολογισμών & Κ.Α.Χ. ΟΤΕ Leasing Α.Ε. (Μεταβολές σε απόλυτους αριθμούς και Ποσοστά)

6.3. Οριζόντια Ανάλυση Ισολογισμών & Κ.Α.Χ. ΠΕΙΡΑΙΩΣ Leasing (Μεταβολές σε απόλυτους αριθμούς και Ποσοστά)

7. Αποτίμηση με τη μέθοδο των προεξοφλημένων

αδέσμευτων ταμιακών ροών (DFCF)

Η αξιολόγηση DCF είναι βασικά ο υπολογισμός της καθαρής παρούσας αξίας (NPV) του προϋπολογισμού κεφαλαίων μιας εταιρίας. Από την ακαθάριστη απόδοση που έχει μια επένδυση (GPV) αφαιρούνται οι αντίστοιχες δαπάνες που πραγματοποιήθηκαν για να γίνει η επένδυση και αυτό που μένει είναι οι αδέσμευτες ταμιακές ροές τις οποίες προεξοφλούμε με ένα κατάλληλο επιτόκιο για να προκύψει η καθαρή παρούσα αξία (NPV). Οι κύριες μέθοδοι αξιολόγησης διαφέρουν κάπως όσον αφορά τη μέτρηση των αποδόσεων (return), και των προεξοφλητικών επιτοκίων (risk). Οι επικρατέστερες απόψεις και οι αντίστοιχες υποθέσεις τους φαίνονται στους ακόλουθους πίνακες:

7.1. Αδέσμευτες Ταμιακές Ροές της εταιρίας: σύγκριση με άλλους δείκτες μέτρησης εσόδων¹

Cashflow used	Definition	Use in valuation
FCFF	Free Cashflow to firm	Discounting free cash flow to the firm at the cost of capital will yield the value of the operating assets of the firm. To this, you would add on the value of non-operating assets to arrive at firm value.

FCFE	FCFF - Interest (1-t) – Principal repaid + New Debt Issued – Preferred Dividend	Discounting free cash flows to equity at the cost of equity will yield the value of equity in a business.
EBITDA	FCFF + EBIT(t) + Capital Expenditures + Change in working capital	If you discount EBITDA at the cost of capital to value an asset, you are assuming that there are no taxes and that the firm will actively disinvest over time. It would be inconsistent to assume a growth rate or an infinite life for this firm.
EBIT (1-t) (NOPLAT is a slightly modified version of this estimate and it removes any non-operating items that might affect the reported EBIT.)	FCFF + Capital Expenditures – Depreciation + Change in working capital	If you discount after-tax operating income at the cost of capital to value a firm, you are assuming no reinvestment. The depreciation is reinvested back into the firm to maintain existing assets. You can assume an infinite life but no growth.

7.2. Σύγκριση μοντέλων μέτρησης κινδύνου²

	<i>Assumptions</i>	<i>Measure of Market Risk</i>
The CAPM	There are no transactions costs or private information. Therefore, the diversified portfolio includes all traded investments, held in proportion to their market value.	Beta measured against this market portfolio.
Arbitrage pricing model (APM)	Investments with the same exposure to market risk have to trade at the same price (no arbitrage).	Betas measured against multiple (unspecified) market risk factors.
Multi-Factor Model	Same no arbitrage assumption	Betas measured against multiple specified macro economic factors.
Proxy Model	Over very long periods, higher returns on investments must be compensation for higher market risk.	Proxies for market risk, for example, include market capitalization and Price/BV ratios.

7.3. Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (ΜΣΚΚ)

Η επιλογή του προεξοφλητικού επιτοκίου περιλαμβάνει τη χρήση ενός μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου (WACC) το οποίο αποτελεί και το κόστος δανεισμού της εταιρίας είτε από ίδια είτε από ξένα κεφάλαια³. Ο βασικός τύπος αποτίμησης σύμφωνα με τη συγκεκριμένη μέθοδο είναι ο ακόλουθος:

$$\text{Αξία Επιχείρησης} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{ΑΤΡ}}{(\text{ΜΣΚΚ})^t} + \frac{\text{Terminal Value}_n}{(1 + \text{ΜΣΚΚ})^n}$$

όπου:

ΑΤΡ = Έσοδα Προφύρων & Τόκων (1 – συντελεστής φορολογίας) –
– (Έξοδα Κεφαλαίου – Αποσβέσεις) – Αλλαγές Κεφαλαίου Κίνησης
Μη Χρηματικές

$$\text{ΜΣΚΚ} = k_e \frac{E}{D + E + PS} + k_d \frac{D}{D + E + PS} + k_{ps} \frac{PS}{D + E + PS}$$

όπου:

ΜΣΚΚ: Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου

k_e : Κόστος ιδίων κεφαλαίων

E, D, PS: Τρέχουσα τιμή κόστους ιδίων, ξένων κεφαλαίων και προνομιούχων μετοχών

k_d : Κόστος ξένων κεφαλαίων

k_{ps} : Κόστος προνομιούχου μετοχικού κεφαλαίου

Terminal Value_n (υπολειμματική αξία)⁴: $\frac{\text{ΑΤΡ}_{n+1}}{\text{ΜΣΚΚ} - g_{\text{stable}}}$ Πρόκειται για την αξία της

επιχείρησης μετά από κάποια χρόνια λειτουργίας όπου ο ρυθμός ανάπτυξής της έχει σταθεροποιηθεί και ισούται με g_{stable}

7.3.1. Υπολογισμός ΜΣΚΚ

Για τον υπολογισμό του ΜΣΚΚ της επιχείρησης χρειάζεται αρχικά να υπολογιστούν ξεχωριστά τα συστατικά του, δηλαδή το κόστος των ιδίων κεφαλαίων, των ξένων κεφαλαίων και οι αντίστοιχοι συντελεστές βαρύτητας, δηλαδή τα σταθμά⁵. Για τον υπολογισμό του κόστους των ιδίων κεφαλαίων (equity) το πιο γνωστό και ευρέως χρησιμοποιημένο μοντέλο μέτρησης είναι το μοντέλο αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων (CAPM) και η βασική εξίσωση είναι:

$$k_e = a + bERP$$

όπου k_e : η απόδοση της επένδυσης j

ERP: η επιπλέον απόδοση που μετριέται ως η διαφορά της απόδοσης χωρίς κίνδυνο από την απόδοση του γενικού δείκτη τιμών

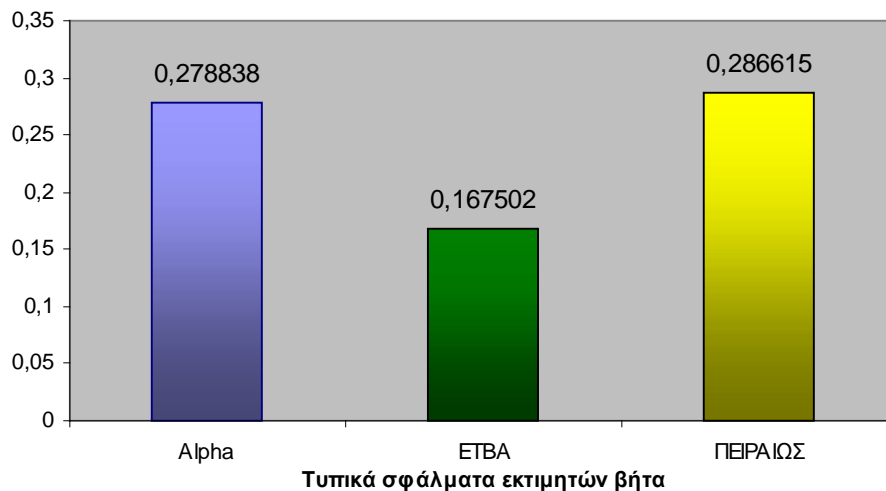
b : η κλίση της γραμμής παλινδρόμησης που μετράει τον κίνδυνο της αγοράς (συντελεστής βήτα)

Επειδή η ΟΤΕ Leasing δεν ήταν εισηγμένη στο Χ.Α.Α. θα χρησιμοποιήσουμε τους μέσους όρους των συντελεστών βήτα των εισηγμένων εταιριών του κλάδου (Alpha Leasing, ETBA Leasing, και ΠΕΙΡΑΙΩΣ Leasing). Οι τιμές που χρησιμοποιήθηκαν για τους σχετικούς υπολογισμούς είναι ημερήσιες τιμές κλεισίματος και καλύπτουν το χρονικό διάστημα 1997 – 2001 (βλέπε παράρτημα πίνακα 1). Οι τιμές των μετοχών των εταιριών είναι σε ευρώ με προσέγγιση πέντε δεκαδικών ψηφίων για μεγαλύτερη ακρίβεια. Τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης φαίνονται στον παρακάτω πίνακα, ενώ σημειώνεται ότι οι υπολογισμοί έγιναν μέσω EXCEL και E – VIEWS.

	Alpha Leasing	ETBA Leasing	ΠΕΙΡΑΙΩΣ Leasing
Συντελεστής β	1,61901	1,38648	2,28063
Συντελεστής προσδιορισμού (R ²)	0,367592014	0,541556869	0,52190767
Προσαρμοσμένος συντελεστής προσδιορισμού	0,356688	0,533653	0,513665
Σημείο τομής	1315,518031	-546,7984969	-1602,734141
Τυπικό σφάλμα	0,278838	0,167502	0,286615
Στατιστική student - t	5,806285	8,277388	7,957102
Κριτική τιμή t (α=0,10)	1,282		
Κριτική τιμή t (α=0,05)	1,645		
Κριτική τιμή t (α=0,025)	1,960		
Κριτική τιμή t (α=0,01)	2,326		
Κριτική τιμή t (α=0,005)	2,576		
Durbin Watson	2,106183	1,647752	1,752038
d _L / d _U (α=0,05)	1,55 / 1,62		
d _L / d _U (α=0,01)	1,38 / 1,45		

Οι παράμετροι παλινδρόμησης υπολογίζονται πάντα με θόρυβο, ειδικά στην περίπτωση μας όπου έχουμε ημερήσιες παρατηρήσεις. Ο θόρυβος αποτυπώνεται στο τυπικό σφάλμα του συντελεστή βήτα ο οποίος στην περίπτωση της ΟΤΕ Leasing ισούται με 0.27. Τα τυπικά σφάλματα για τις ETBA και ΠΕΙΡΑΙΩΣ Leasing είναι 0.167502 και 0.286615 αντίστοιχα ενώ οι διαφορές είναι πιο ευδιάκριτες στο ακόλουθο ραβδόγραμμα. Το τυπικό σφάλμα ενός εκτιμητή χρησιμοποιείται γενικά σαν μέτρο της ακρίβειας του εκτιμητή. Όσο πιο μικρό το τυπικό σφάλμα τόσο πιο καλή η εκτίμηση της άγνωστης παραμέτρου και αντίστροφα. Στην περίπτωση μας τα τυπικά σφάλματα είναι σχετικά μικρά, το οποίο σημαίνει ότι οι εκτιμήσεις είναι καλές.

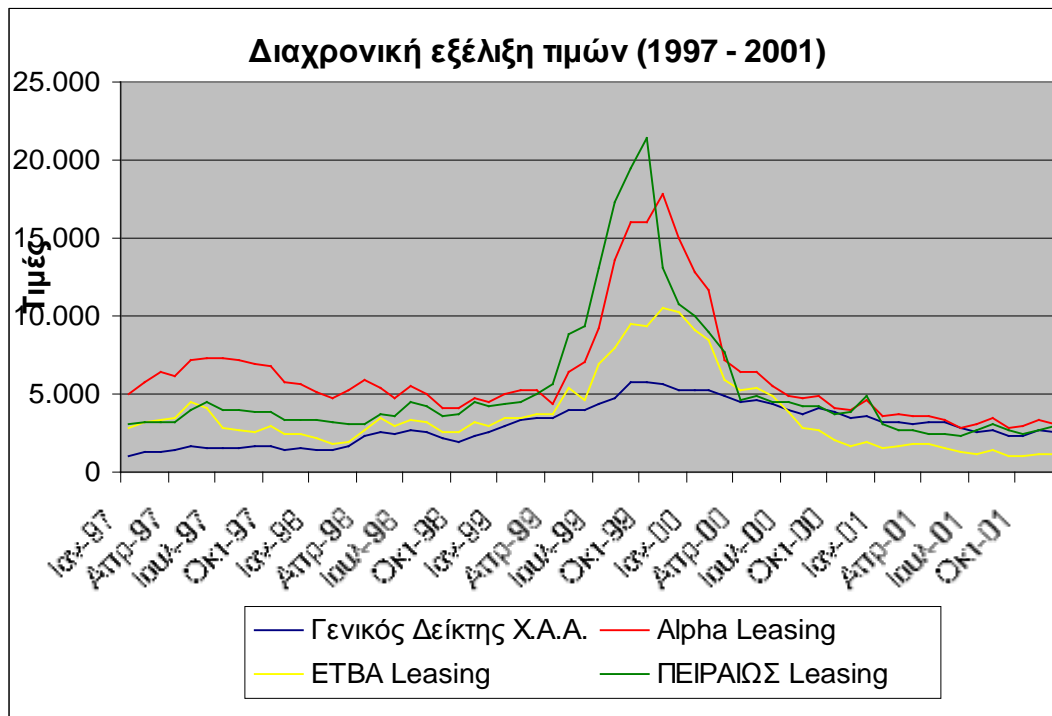
Κατανομή τυπικών σφαλμάτων συντελεστών βήτα για τις εισηγμένες εταιρίες χρημ. μίσθωσης



Ο συντελεστής προσδιορισμού για την Alpha Leasing υπολογίστηκε σε 36,75 το οποίο σημαίνει ότι το 36,75% του συνολικού κινδύνου που αντιμετωπίζει προέρχεται από την αγορά ενώ το υπόλοιπο 63,25% προέρχεται από συγκεκριμένους παράγοντες της ίδιας της εταιρίας. Αντίστοιχα, για την ETBA Leasing το 54,15% επηρεάζεται από τον κίνδυνο της αγοράς ενώ το 45,85% επηρεάζεται από παράγοντες μέσα από την επιχείρηση. Τέλος, η ΠΕΙΡΑΙΩΣ Leasing το 52,19% των κινδύνων συνδέεται με τον κίνδυνο της αγοράς ενώ το υπόλοιπο 47,81% είναι συνδεδεμένο με κινδύνους από την ίδια την επιχείρηση. Τη μεγαλύτερη εξάρτηση από τους κινδύνους της αγοράς αντιμετωπίζει η ETBA, έπειτα η ΠΕΙΡΑΙΩΣ και τέλος η Alpha. Εδώ σημειώνουμε ότι ο κίνδυνος της αγοράς δε μπορεί να μειωθεί με διαφοροποίηση αντίθετα με το firm specific risk. Μέτρο μέτρησης του κινδύνου αποτελεί και ο συντελεστής βήτα, ο οποίος είναι μεγαλύτερος για την ΠΕΙΡΑΙΩΣ (2,28063), έπειτα ακολουθεί αυτός της Alpha (1,61901) ενώ το μικρότερο συντελεστή βήτα παρουσιάζει η ETBA (1,38648). Παρατηρούμε λοιπόν, ότι τα βήτα είναι μεγαλύτερα της μονάδας κάτι που σημαίνει ότι οι εταιρίες λειτουργούν σε περιβάλλον με αρκετούς κινδύνους. Αυτό όμως άλλωστε είναι φυσικό λόγω της φύσης του προϊόντος της χρηματοδοτικής μίσθωσης που απευθύνεται ουσιαστικά σε λίγες επιχειρήσεις, κάτι το οποίο αυξάνει την ανελαστικότητα και καθιστά το προϊόν περισσότερο επικίνδυνο σε

διάφορες μεταβολές. Επίσης, οι μακροοικονομικοί παράγοντες επηρεάζουν άμεσα τις δραστηριότητες αυτών των εταιριών κάτι που αυξάνει περαιτέρω τον κίνδυνο. Ακόμα ένα στοιχείο που δικαιολογεί τα υψηλά βήτα είναι και ότι οι εταιρίες leasing διαχειρίζονται πολλά πάγια μεγάλης αξίας κάτι που αυξάνει τη λειτουργική μόχλευση το οποίο με τη σειρά του συντελεί στην αύξηση της μεταβλητότητας των εσόδων και κατ' επέκταση του συντελεστή βήτα. Άλλωστε καθώς οι εταιρίες γενικά, δανείζονται όλο και περισσότερο αυξάνοντας τα σταθερά έξοδά τους (τόκοι χρεωστικοί) και τη χρηματοοικονομική τους μόχλευση, αυξάνουν και τη μεταβλητότητα των εσόδων που προέρχονται από τα ίδια κεφάλαια.

Ο γενικός δείκτης με τον οποίο συγκρίναμε τις πορείες των μετοχών είναι ο γενικός δείκτης του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών γιατί η εταιρία (OTE Leasing) δραστηριοποιείται μόνο στον ελληνικό χώρο και επομένως επηρεάζεται μόνο από τη συγκεκριμένη κεφαλαιαγορά. Στο παρακάτω διάγραμμα απεικονίζεται η παράλληλη διαχρονική εξέλιξη των τιμών των μετοχών με αυτή του δείκτη.



Ο μέσος όρος των συντελεστών βήτα και των τριών εταιριών ισούται με 1,76204 το οποίο θα υποθέσουμε ότι είναι το βήτα για την ΟΤΕ Leasing. Η επιπλέον απόδοση που ζητούν οι επενδυτές για να πάρουν τα χρήματά τους από μία επένδυση χωρίς κίνδυνο και να τα τοποθετήσουν σε μία άλλη που ενέχει το στοιχείο του κινδύνου, σύμφωνα με διεθνείς αναλυτές για την Ελλάδα εκείνη την περίοδο, ήταν 5,59%, δεδομένου ότι η απόδοση επένδυσης χωρίς κίνδυνο, που εδώ θεωρούμε ότι είναι τα 10ετή ομόλογα του ελληνικού δημοσίου, ήταν 5,10% την περίοδο που γινόταν η πώληση της εταιρίας.

Επομένως, με αντικατάσταση στον τύπο που αναφέραμε παραπάνω για τον υπολογισμό του κόστους των ιδίων κεφαλαίων έχουμε:

$$k_e = a + bERP = 0,051 + 1,76204 * 0,0559 = 0,051 + 0,098498 = 0,149498 \text{ ή } 14,9498\%$$

7.3.2. Από το κόστος των ιδίων στο κόστος των ξένων

κεφαλαίων

Έχοντας υπολογίσει το κόστος των ιδίων κεφαλαίων αυτό που μένει να κάνουμε για να βρούμε το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίων της ΟΤΕ Leasing είναι να υπολογίσουμε το κόστος των ξένων κεφαλαίων και φυσικά τους αντίστοιχους συντελεστές στάθμισης.

Όταν αναφερόμαστε στο κόστος των ξένων κεφαλαίων αναφερόμαστε στο κόστος δανεισμού της εταιρίας. Αυτό συνήθως μετριέται είτε από την απόδοση των ομολόγων που εκδίδει η ίδια η εταιρία, είτε από τις αξιολογήσεις ανεξάρτητων εταιριών – συμβούλων επιχειρήσεων και αναλυτών (S&P, Moodies, Morgan Stanley) της πιστοληπτικής ικανότητας της εταιρίας, οι οποίες την υπολογίζουν βάσει του default spread. Επιπλέον θα μπορούσαμε απλά να υπολογίσουμε το κόστος του χρέους είτε παίρνοντας τον μέσο όρο των άλλων τριών εισηγμένων εταιριών του κλάδου είτε λαμβάνοντας το κόστος δανεισμού του τελευταίου δανείου που έλαβε η εταιρία ως το πιο έγκυρο και πρόσφατο κόστος που αντανakλά την παρούσα κατάσταση της εταιρίας, όμως αυτό παραείναι απλοϊκό και ενδεχομένως να μας οδηγήσει σε λανθασμένα

συμπεράσματα. Η μέθοδος που θα χρησιμοποιήσουμε είναι αυτή της μέτρησης του σύνθετου προσδιορισμού επιτοκίων βάσει spread.

Ο δείκτης κάλυψης των χρηματοπιστωτικών εξόδων της εταιρίας ισούται τα τελευταία 3 χρόνια με 1,53. Χρησιμοποιώντας τον ακόλουθο πίνακα για εταιρίες χρηματοοικονομικών υπηρεσιών εκτιμούμε ότι η ΟΤΕ Leasing βαθμολογείται με A, κάτι το οποίο είναι δικαιολογημένο και από το γεγονός ότι πρόκειται για δημόσια επιχείρηση η οποία αντιμετωπίζει σε σχέση με τις ιδιωτικές χαμηλότερο κίνδυνο. Το spread που αντιστοιχεί στη βαθμολογία A είναι 1,80%. Προσθέτοντας σε αυτό το επιτόκιο το απαλλαγμένο από κίνδυνο (το επιτόκιο δηλαδή των 10ετών ομολόγων του ελληνικού δημοσίου που ήταν 5,10% την περίοδο που γινόταν η πώληση της εταιρίας) βρίσκουμε το κόστος δανεισμού (κόστος ξένων κεφαλαίων) της εταιρίας.

$$\text{Κόστος Δανεισμού} = 5,10\% + 1,80\% = 6,90\%$$

Λαμβάνοντας υπόψη μας και τη φορολογία (35%) υπολογίζουμε το κόστος δανεισμού μετά φόρων, το οποίο ισούται με:

$$\text{Κόστος Δανεισμού Μετά Φόρων} = 6,90\% (1 - 35\%) = 4,49\%$$

Δείκτης κάλυψης χρημ/κών εξόδων	Βαθμολογία πιστοληπτικής ικανότητας	Spread is
> -100000	D	14,00%
> 0,05	C	12,70%
> 0,1	CC	11,50%
> 0,2	CCC	10,00%
> 0,3	B-	8,00%
> 0,4	B	6,50%
> 0,5	B+	4,75%
> 0,6	BB	3,50%
> 0,8	BBB	2,25%
> 1	A-	2,00%

> 1,5	A	1,80%
> 2	A+	1,50%
> 2,5	AA	1,00%
> 3	AAA	0,75%

7.3.3. Υπολογισμός συντελεστών στάθμισης του ΜΣΚΚ

Έχοντας υπολογίσει τα συστατικά του κόστους κεφαλαίου της ΟΤΕ Leasing επόμενο και τελευταίο βήμα για τον υπολογισμό του ΜΣΚΚ είναι ο προσδιορισμός των συντελεστών στάθμισης του κόστους των ιδίων κεφαλαίων και του κόστους δανεισμού στο σύνολο των κεφαλαίων της εταιρίας.

Από τους ισολογισμούς της χρονικής περιόδου 1997 – 2001 παρατηρούμε ότι τα ποσοστά συμμετοχής των ιδίων κεφαλαίων στα συνολικά κεφάλαια της εταιρίας κινούνται πτωτικά (87,86% - 60,72% - 25,84% - 11,91%) ενώ ο μέσος όρος συμμετοχής τους υπολογίστηκε στο 46,58%. Στην ανάλυσή μας, όμως λαμβάνοντας υπόψη τη φθίνουσα πορεία θα εκτιμήσουμε ότι η συμμετοχή των ιδίων κεφαλαίων στο συνολικό κεφάλαιο θα σταθεροποιηθεί στο 30% με 20% και στους υπολογισμούς μας θα θέσουμε ως συντελεστή στάθμισης για τα ίδια κεφάλαια το 25%.

Επομένως, το ΜΣΚΚ της εταιρίας υπολογίζεται από τον τύπο που έχουμε περιγράψει παραπάνω ως εξής:

$$\begin{aligned} \text{ΜΣΚΚ} &= k_e \frac{E}{D + E + PS} + k_d \frac{D}{D + E + PS} + k_{ps} \frac{PS}{D + E + PS} = \\ &= 0,149498 * 0,25 + 0,0449 * 0,75 = 0,0373745 + 0,033675 = 0,0741245 \text{ ή } 7,41\% \end{aligned}$$

όπου:

ΜΣΚΚ: Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου

k_e : Κόστος ιδίων κεφαλαίων

E, D, PS: Τρέχουσα τιμή κόστους ιδίων, ξένων κεφαλαίων και προνομιούχων μετοχών (δεν υπάρχουν στην ΟΤΕ Leasing)

k_d : Κόστος ξένων κεφαλαίων ή κόστος δανεισμού

k_{ps} : Κόστος προνομιούχου μετοχικού κεφαλαίου (δεν υπάρχει στην ΟΤΕ Leasing)

7.4. Υπολογισμός αδέσμευτων ταμιακών ροών

Οι αδέσμευτες ταμιακές ροές (Free Cash Flow) δηλώνουν την ικανότητα μιας επιχείρησης να παράγει ταμιακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες πέρα από αυτές οι οποίες χρειάζονται για να παραμείνει σε συνεχή λειτουργία. Οι αδέσμευτες ταμιακές ροές μπορούν είτε να διανεμηθούν στους μετόχους ως υψηλότερα μερίσματα είτε να παραμείνουν στην επιχείρηση προκειμένου να επενδυθούν και να συνεισφέρουν στην αύξηση των μελλοντικών κερδών, των μελλοντικών αδέσμευτων ταμιακών ροών και της τιμής της μετοχής της επιχείρησης.

Επειδή δεν υπάρχει ένας αυστηρά καθορισμένος τρόπος υπολογισμού των αδέσμευτων ταμιακών ροών από κάποιο λογιστικό πρότυπο, όπως συμβαίνει με τις ταμιακές ροές από τις διάφορες δραστηριότητες, στη διεθνή βιβλιογραφία εμφανίζονται διάφοροι τρόποι υπολογισμού. Ο πιο γνωστός και κοινός τρόπος υπολογισμού των αδέσμευτων ταμιακών ροών είναι ο εξής (Δ. Γκίκας, Η ανάλυση και οι χρήσεις των λογιστικών καταστάσεων, εκδ. Μπένου, 1997):

$$\text{Αδέσμευτες Ταμιακές Ροές} = \text{Ταμιακές Ροές Από Λειτουργικές Δραστηριότητες} - \\ - \text{Επενδύσεις Σε Πάγια} + \text{Πωλήσεις Παγίων}$$

Για μία επιχείρηση όμως, που ξένα κεφάλαια, ο πιο σωστός τρόπος υπολογισμού των αδέσμευτων ταμιακών ροών είναι ο εξής:

$$\text{Αδέσμευτες Ταμιακές Ροές} = \text{Ταμιακές Ροές Από Λειτουργικές Δραστηριότητες} - \\ - \text{Επενδύσεις Σε Πάγια} + \text{Πωλήσεις Παγίων} - \text{Εξοφλήσεις Χρεολυσίων} + \text{Εισροές} \\ \text{Από Νέα Δάνεια}$$

Τον παραπάνω τύπο θα χρησιμοποιήσουμε και εμείς στην ανάλυσή μας. Αρχικά υπολογίζουμε τις ταμιακές ροές που προήλθαν από τις λειτουργικές δραστηριότητες της εταιρίας. Αρχίζουμε με τα αποτελέσματα εκμετάλλευσης και

τα προσαρμόζουμε σύμφωνα με την έμμεση μέθοδο για τα ποσά των λογιστικών γεγονότων τα οποία έχουν επηρεάσει τα αποτελέσματα χρήσης, αλλά δεν έχουν δημιουργήσει εισροές ή εκροές καθώς και για τα ποσά τα οποία έχουν δημιουργήσει εισροές ή εκροές αλλά δεν έχουν επίδραση στα αποτελέσματα χρήσης.

Αδέσμευτες ταμιακές ροές			
	1997 - 1998	1998 - 1999	1999 - 2000
Αποτέλεσμα χρήσης	512.406.687	659.982.321	615.692.662
Συν: Αποσβέσεις	2.744.155.023	7.425.719.375	13.742.040.151
Συν (μείον): Αύξηση (μείωση) προμηθευτών	- 669.103.564	+ 2.384.670.401	- 2.884.476.876
Μείον: Αύξηση πελατών	472.292.672	2.066.712.127	677.669.647
Μείον: Αύξηση αποθεμάτων	0	0	0
Συν (μείον): Αύξηση (μείωση) υποχρεώσεων από φόρους & τέλη	- 52.481.455	+ 80.191.909	- 101.245.773
= Ταμιακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες	3.007.269.363	8.483.851.879	12.049.679.811
Μείον: Επενδύσεις σε πάγια	12.442.684.633	18.357.668.774	14.092.427.477
Μείον: Τόκοι χρεωστικοί	483.656.614	1.110.574.381	1.393.671.282
Συν: Έσοδα από νέα δάνεια	2.491.590.494	14.499.146.704	31.524.807.377
Αδέσμευτες ταμιακές ροές	-7.427.481.390	3.514.755.428	28.088.388.429

Παρατηρούμε από τον παραπάνω πίνακα ότι στην αρχή η εταιρία, όπως ήταν φυσικό παρουσίαζε αρνητικές αδέσμευτες ταμιακές ροές ενώ όσο περνούσαν τα χρόνια αυτές αυξανόντουσαν και μάλιστα με πολύ γρήγορο ρυθμό.

7.5. Ανάλυση σεναρίων

Στον πίνακα Α που ακολουθεί απεικονίζονται οι προβλέψεις των αδέσμευτων ταμιακών ροών και των συστατικών τους για την περίοδο 2002 - 2007. Οι υπολογισμοί βασίστηκαν στα ιστορικά στοιχεία της επιχείρησης, σε στοιχεία της Ένωσης Ελληνικών Εταιριών Χρηματοδοτικής Μίσθωσης και στις προβλέψεις και τάσεις του κλάδου της χρηματοδοτικής μίσθωσης. Υπενθυμίζουμε ότι το έτος 2001 δεν λήφθηκε υπόψη κατά τις εκτιμήσεις λόγω της ιδιομορφίας που έχει σαν έτος πώλησης της εταιρίας. Στη συνέχεια, υπολογίζουμε την υπολειμματική αξία (terminal value) της εταιρίας για την περίοδο 2008 και έπειτα όπου υποθέτουμε ότι η εταιρία θα έχει φθάσει σε ένα ικανοποιητικό μέγεθος ανάπτυξης και θα συνεχίσει να αναπτύσσεται με ένα μικρότερο αλλά σταθερό ρυθμό.

Στον πίνακα Β παρουσιάζονται οι σχέσεις των εισροών των αδέσμευτων ταμιακών ροών ως ποσοστό των αποτελεσμάτων χρήσης (percentage method). Οι προβλέψεις για το ρυθμό αύξησης των αποτελεσμάτων χρήσης (15%) αντανακλούν τις οικονομικές συνθήκες που αναμένεται να επικρατήσουν στον κλάδο του leasing και τη μέχρι τώρα πορεία της εταιρίας.

Πίνακας Α

Φύλλο εργασίας αποτίμησης (προεξόφληση αδέσμευτων ταμιακών ροών) της ΟΤΕ Leasing (σε δρχ.)

Συντηρητικό σενάριο ανάπτυξης 8,5%

	1997 - 1998	1998 - 1999	1999 - 2000	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Αποτέλεσμα χρήσης	512.406.687	659.982.321	615.692.662	668.026.538,27	724.808.794,02	786.417.541,51	853.263.032,54	925.790.390,31	1.004.482.573,49
Συν: Αποσβέσεις	2.744.155.023	7.425.719.375	13.742.040.151	86.643.042,01	94.007.700,58	101.998.355,13	110.668.215,32	120.075.013,62	130.281.389,78
Συν (μείον): Αύξηση (μείωση) προμηθευτών	-669.103.564	2.384.670.401	-2.884.476.876	17.368.690,00	18.845.028,64	20.446.856,08	22.184.838,85	24.070.550,15	26.116.546,91
Μείον: Αύξηση πελατών	472.292.672	2.066.712.127	677.669.647	11.356.451,15	12.321.749,50	13.369.098,21	14.505.471,55	15.738.436,64	17.076.203,75
Μείον: Αύξηση αποθεμάτων	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Συν (μείον): Αύξηση (μείωση) υποχρεώσεων από φόρους & τέλη	-52.481.455	80.191.909	101.245.773	3.206.527,38	3.479.082,21	3.774.804,20	4.095.662,56	4.443.793,87	4.821.516,35

Αποτίμηση επιχειρήσεων, η μελέτη περίπτωσης της ΟΤΕ Leasing

= Ταμιακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες	3.007.269. 363	8.483.851. 879	12.049.679. .811	757.475.29 1,74	821.860.69 1,54	891.718.85 0,32	967.514.95 2,60	1.049.753. 723,57	1.138.982. 790,08
Μείον: Επενδύσεις σε πάγια	12.442.684. .633	18.357.668 .774	14.092.427 .477	166.939.83 1,91	181.129.71 7,63	196.525.74 3,62	213.230.43 1,83	231.355.01 8,54	251.020.19 5,11
Μείον: Τόκοι χρεωστικοί	483.656.61 4	1.110.574. 381	1.393.671. 282	10.888.832 ,57	11.814.383 ,34	12.818.605 ,93	13.908.187 ,43	15.090.383 ,36	16.373.065 ,95
Συν: Έσοδα από νέα δάνεια	2.491.590. 494	14.499.146 .704	31.524.807 .377	100.270.78 3,39	108.793.79 9,98	118.041.27 2,98	128.074.78 1,18	138.961.13 7,59	150.772.83 4,28
Αδέσμευτες ταμιακές ροές	- 7.427.481. 390	3.514.755. 428	28.088.388 .429	679.917.41 0,65	737.710.39 0,56	800.415.77 3,75	868.451.11 4,52	942.269.45 9,26	1.022.362. 363,29
ΜΣΚΚ	7,41%	7,41%	7,41%	7,41%	7,41%	7,41%	7,41%	7,41%	7,41%
Προεξοφλητικό επιτόκιο				0,9346	0,8734	0,8163	0,7629	0,713	0,6663
Παρούσες αξίες				351.451.15 8	393.781.56 9	440.684.78 4	492.626.41 9	550.069.73 7	613.552.40 0

Πίνακας Β

Λειτουργικές σχέσεις (ως ποσοστό των αποτελεσμάτων χρήσης)

Συντηρητικό σενάριο ανάπτυξης 8,5%

	1997 - 1998	1998 - 1999	1999 - 2000	2002	2003	2004 - 2007
Αποσβέσεις	5,36	11,25	22,32	0,1297	0,1297	0,1297
Προμηθευτές	-1,31	3,61	-4,68	0,0260	0,0260	0,0260
Πελάτες	0,92	3,13	1,10	0,0170	0,0170	0,0170
Αποθέματα	0,00	0,00	0,00	0,0000	0,0000	0,0000
Υποχρεώσεις από φόρους και τέλη	-0,10	0,12	-0,16	-0,0048	-0,0048	-0,0048
Ταμιακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες	5,87	12,85	19,57	0,1276	0,1276	0,1276
Επενδύσεις σε πάγια	24,28	27,82	22,89	0,2499	0,2499	0,2499
Τόκοι χρεωστικοί	0,94	1,68	2,26	0,0163	0,0163	0,0163
Έσοδα από νέα δάνεια	4,86	21,97	51,20	0,1501	0,1501	0,1501
Αδέσμευτες ταμιακές ροές	-14,50	5,33	45,62	0,1215	0,1215	0,1215

Πίνακας Γ

Υπολογισμοί αποτίμησης			
Συντηρητικό σενάριο ανάπτυξης 8,5%			
Επιτόκιο χωρίς κίνδυνο	5,10%	Άθροισμα Καθαρών Π.Α.	2.842.166.067
Συντελεστής βήτα	1,76204	Π.Α. υπολειμματικής αξίας	10.302.986.117*
Πριμ ιδίων κεφαλαίων	5,59%	Συνολική αξία εταιρίας	13.145.152.184
Κόστος ιδίων κεφαλαίων	14,95%		
Κόστος δανεισμού (προ φόρων)	6,90%		
Κόστος δανεισμού (μετά φόρων)	4,49%		
Κεφαλαιακή διάρθρωση, % ιδίων κεφαλαίων	25%		

Σε αυτήν την περίπτωση που παρουσιάσαμε στους παραπάνω πίνακες, περιγράφεται το πιο πιθανό σενάριο αύξησης του ρυθμού του αποτελέσματος χρήσης κατά 15%. Αυτό συνεπάγεται από τους προηγούμενους ρυθμούς ανάπτυξης της εταιρίας και από το γεγονός ότι το σύνολο των εκμισθωμένων παγίων σε όλο τον κλάδο της χρηματοδοτικής μίσθωσης αυξάνεται την τελευταία δεκαετία με ρυθμούς που κυμαίνονται από 6,5% (χρονική περίοδος 1993 - 1994) μέχρι 72,7% (την περίοδο 1998 - 1999). Επιπλέον, όπως έχουμε ήδη αναφέρει στην ανάλυση κλάδου σε προηγούμενο κεφάλαιο, ο θεσμός του leasing στην Ελλάδα καλύπτει προς το παρόν μόνο το 5% των ακαθάριστων επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου τη στιγμή που στην Ευρωπαϊκή Ένωση και στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής καλύπτει το 17 και 30% αντίστοιχα.

Η ανάλυση των δύο άλλων σεναρίων (αισιόδοξο και απαισιόδοξο σενάριο) απεικονίζεται στους πίνακες του παραρτήματος και υποθέτει ότι κάτω από ευνοϊκές συνθήκες η εταιρία θα αναπτύσσεται με ρυθμούς 12%, ενώ κάτω από δυσμενείς συνθήκες θα αναπτύσσεται μόνο με 3%.

Έχοντας υπολογίσει την αθροιστική παρούσα αξία των αδέσμευτων ταμιακών ροών για τα επόμενα 6 χρόνια, 2002 – 2007, (οι υπολογισμοί έγιναν για 6 έτη γιατί διαθέσιμα στοιχεία υπήρχαν μόνο για 5 έτη λειτουργίας της εταιρίας καθώς ιδρύθηκε το 1997), περνάμε στον υπολογισμό της υπολειμματικής αξίας της εταιρίας. Στον υπολογισμό δηλαδή των προεξοφλημένων αδέσμευτων ταμιακών ροών της εταιρίας για τα επόμενα χρόνια λειτουργίας της εταιρίας μετά το 2007 όπου και εκτιμάται ότι ο ρυθμός ανάπτυξης θα σταθεροποιηθεί στο 3%.

*Ο τύπος της υπολειμματικής αξίας είναι ο εξής:

$$\text{Terminal Value} = \frac{\text{FCF}_{n+1}}{\text{WACC} - g}$$

όπου:

Terminal value: η υπολειμματική αξία της εταιρίας

FCF_{n+1} : οι αδέσμευτες ταμιακές ροές την περίοδο μετά το 2007

WACC: το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου της εταιρίας

g: ο σταθερός ρυθμός ανάπτυξης της εταιρίας για τα χρόνια 2008 και έπειτα

Με αντικατάσταση έχουμε:

$$\text{Terminal Value} = \frac{\text{FCF}_{n+1}}{\text{WACC} - g} = \frac{749.401.780}{7,41\% - 3\%} = 16.993.237.637\delta\rho\chi.$$

Η παρούσα αξία της υπολειμματικής αξίας της επιχείρησης προσδιορίζεται με την προεξόφληση στο παρόν χρησιμοποιώντας το ΜΣΚΚ (7,41%) ως προεξοφλητικό επιτόκιο. Επομένως η υπολειμματική αξία της εταιρίας ισούται με 10.302.986.117 όπως φαίνεται και από τον ακόλουθο τύπο.

$$\text{Terminal Value(Present Value)} = \frac{16.993.237.637}{(1,0741)^7} = 10.302.986.117\delta\rho\chi.$$

Συνολικά η αξία της εταιρίας προσδιορίζεται στα **13.145.152.184 δρχ.** Αντίστοιχα, η αξία της εταιρίας σύμφωνα με το αισιόδοξο σενάριο (ρυθμός ανάπτυξης κερδών 12%) ανέρχεται στις 16.080.558.816δρχ. ενώ σύμφωνα με το απαισιόδοξο σενάριο (ρυθμός αύξησης κερδών 3%) ανέρχεται στις 9.497.127.106δρχ.

Παρακάτω παραθέτουμε τους σχετικούς υπολογισμούς και υποθέσεις για την αξία της επιχείρησης για το έτος 2008 και μετά.

	8,5% ανάπτυξη 2008 -	12% ανάπτυξη 2008 -	3% ανάπτυξη 2008 -
Αποτέλεσμα χρήσης	1.089.863.592,23	1.361.100.320,56	757.224.314,13
Συν: Αποσβέσεις	119.558.036,07	149.312.705,17	83.067.507,26
Συν (μείον): Αύξηση (μείωση) προμηθευτών	17.437.817,48	21.777.605,13	12.115.589,03
Μείον: Αύξηση πελατών	18.527.681,07	23.138.705,45	12.872.813,34
Μείον: Αύξηση αποθεμάτων	0	0	0
Συν (μείον): Αύξηση (μείωση) υποχρεώσεων από φόρους & τέλη	-5.231.345,24	-6.533.281,54	-3.634.676,71
= Ταμιακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες	1.203.100.419,47	1.502.518.643,87	835.899.920,37
Μείον: Επενδύσεις σε πάγια	163.370.552,48	204.028.938,05	113.507.924,69
Μείον: Τόκοι χρεωστικοί	17.764.776,55	22.185.935,23	12.342.756,32
Συν: Έσοδα από νέα δάνεια	163.588.525,19	204.301.158,12	113.659.369,55
Αδέσμευτες ταμιακές ροές	1.185.553.615,63	1.480.604.928,70	823.708.608,91
ΜΣΚΚ	7,41%	7,41%	7,41%
Προεξοφλητικό επιτόκιο	0,582	0,582	0,582
Παρούσες αξίες	749.401.780	935.907.035	520.675.480
		8,5%	12%
Αποσβέσεις		0,1097	0,1097
			3%
			0,1097

Προμηθευτές	0,0160	0,0160	0,0160
Πελάτες	0,0170	0,0170	0,0170
Αποθέματα	0,0000	0,0000	0,0000
Υποχρεώσεις από φόρους και τέλη	-0,0048	-0,0048	-0,0048
Ταμιακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες	1,1039	1,1039	1,1039
Επενδύσεις σε πάγια	0,1499	0,1499	0,1499
Τόκοι χρεωστικοί	0,0163	0,0163	0,0163
Έσοδα από νέα δάνεια	0,1501	0,1501	0,1501
Αδέσμευτες ταμιακές ροές	1,0878	1,0878	1,0878

7.6. Ανάλυση ευαισθησίας των οδηγών αξίας

Για την εκτίμηση και πρόβλεψη της μελλοντικής συμπεριφοράς των οδηγών αξίας απαιτείται η διεξαγωγή ανάλυσης ευαισθησίας. Οι πωλήσεις καθορίζουν σε μεγάλο βαθμό την αξία της εταιρίας όμως μία αύξηση (μείωση) του ανταγωνισμού μπορεί να μειώσει (αυξήσει) το μερίδιο αγοράς της εκάστοτε εξεταζόμενης εταιρίας ή ακόμα μπορεί να επηρεάσει και τους άλλους οδηγούς αξίας. Στην περίπτωση της ΟΤΕ Leasing οι οδηγοί αξίας είναι το ποσοστό συμμετοχής πελατών, των προμηθευτών και των φόρων στα αποτελέσματα χρήσης καθώς και το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (ΜΣΚΚ) της εταιρίας. Οι μεταβολές που γίνονται είναι και θετικές και αρνητικές και υποθέτουμε ότι όλες οι άλλες παράμετροι παραμένουν σταθερές κατά τη διάρκεια των μεταβολών που επιφέρουμε στους οδηγούς αξίας που προαναφέραμε.

Οι πελάτες της εταιρίας προσδιορίζουν τα έσοδα καθώς αποτελούν την κύρια πηγή εισροών της εταιρίας, ενώ οι προμηθευτές παίζουν επίσης πολύ σημαντικό ρόλο όπως αναλύσαμε και στο υπόδειγμα του Porter στην ανάλυση κλάδου ως έναν από τους βασικούς προσδιοριστικούς παράγοντες της κερδοφορίας του κλάδου. Επιπλέον, οι φορολογικές υποχρεώσεις της εταιρίας είναι αρκετά ευμετάβλητες και για αυτό το λόγο κρίνεται σκόπιμο να εξεταστούν διάφορα σενάρια ως προς τη μεταβλητότητα των φόρων που ενδεχομένως να καλούνταν να καταβάλει η εταιρία και πως αυτές οι μεταβολές επηρεάζουν τη συνολική αξία της. Τέλος, το ΜΣΚΚ της εταιρίας αποτελεί το κόστος δανεισμού της είτε από ίδια

είτε από ξένα κεφάλαια και επομένως είναι αναγκαίο να εξεταστούν διάφορες τιμές που θα μπορούσε να λάβει καθώς και τα αντίστοιχα αποτελέσματα που θα είχαν αυτές οι μεταβολές στη συνολική αποτίμησή της⁶.

Οι διάφορες μεταβολές των οδηγών αξίας και οι επιδράσεις τους στην αποτίμηση της αξίας της ΟΤΕ Leasing απεικονίζονται στον παρακάτω πίνακα

Ανάλυση ευαισθησίας των οδηγών αξίας της ΟΤΕ Leasing (σε δρχ.)

% μεταβολής	Πελάτες	Αξία εταιρίας	Προμη-θευτές	Αξία εταιρίας	Φόροι	Αξία εταιρίας	ΜΣΚΚ	Αξία εταιρίας
-20%	0,0136	13.207.444.560	0,0208	13.151.226.650	-0,0038	13.156.925.487	0,0593	17.542.154.139
-14%	0,0146	13.194.935.425	0,0224	13.155.582.888	-0,0041	13.153.393.496	0,0637	15.598.578.653
-10%	0,0153	13.186.596.001	0,0234	13.158.487.047	-0,0043	13.151.038.836	0,0667	14.915.361.627
-6%	0,0160	13.178.256.578	0,0244	13.161.391.205	-0,0045	13.148.684.175	0,0700	14.012.931.818
-4%	0,0163	13.174.086.867	0,0250	13.162.843.285	-0,0046	13.147.506.845	0,0711	13.610.484.452
-2%	0,0167	13.169.917.155	0,0255	13.164.295.364	-0,0047	13.143.974.854	0,0726	13.236.026.527
0%	0,0170	13.145.152.184	0,0260	13.145.152.184	-0,0048	13.145.152.184	0,0741	13.145.152.184
2%	0,0173	13.161.577.732	0,0265	13.167.199.523	-0,0049	13.143.974.854	0,0756	12.843.372.552
4%	0,0177	13.157.408.020	0,0270	13.168.651.602	-0,0050	13.142.797.523	0,0771	12.529.786.955
6%	0,0180	13.153.238.309	0,0276	13.170.103.681	-0,0051	13.141.620.193	0,0785	12.235.347.482
10%	0,0187	13.144.898.885	0,0286	13.173.007.840	-0,0048	13.139.265.532	0,0815	11.697.296.642
14%	0,0194	13.136.559.462	0,0296	13.175.911.999	-0,0055	13.136.910.872	0,0845	11.217.797.871
20%	0,0204	13.124.050.327	0,0312	13.180.268.237	-0,0058	13.133.378.881	0,0889	10.812.690.783

Παρατηρούμε ότι τη μεγαλύτερη αρνητική επίδραση στον προσδιορισμό της αξίας της εταιρίας έχει το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (ΜΣΚΚ), μεγαλύτερη και από αυτή των φορολογικών υποχρεώσεων της εταιρίας και από αυτή των

προμηθευτών της. Επίσης, παρατηρούμε ότι όπως αναμενόταν όταν αυξάνεται το ποσοστό συμμετοχής των πελατών της εταιρίας στα αποτελέσματά της αυξάνεται και η αξία της.

7.7. Μέτρηση του βαθμού συγκέντρωσης των επιχειρήσεων με το δείκτη H (Herfindahl – Hirschman Index)

Ειδικά σε περιπτώσεις συγχωνεύσεων ή / και εξαγορών πρέπει να λαμβάνονται υπόψη και θέματα ανταγωνισμού. Η εξέλιξη της ελληνικής νομοθεσίας και οι αντίστοιχες αρμοδιότητες της Επιτροπής Ανταγωνισμού παρατίθενται στο παράρτημα. Ο πιο γνωστός δείκτης μέτρησης του βαθμού συγκέντρωσης μιας αγοράς είναι ο δείκτης H, ο οποίος υπολογίζεται από το άθροισμα των τετραγώνων των μεριδίων αγοράς όλων των επιχειρήσεων του εξεταζόμενου κλάδου.

Οι εννέα μεγαλύτερες εταιρίες στον κλάδο της χρηματοδοτικής μίσθωσης έχουν τα εξής μερίδια αγοράς το 2001 και όσον αφορά τα στατιστικά στοιχεία νέων συμβάσεων χρήσης: Eurobank - 18,11%, Alpha – 17,46%, ΑΤΕ – 14,66%, ΚΥΠΡΟΥ - 11,77%, ΠΕΙΡΑΙΩΣ – 10,45%, ΕΜΠΟΡΙΚΗ - 8,40%, ΛΑΪΚΗ – 5,69% ΕΤΒΑ – 5,20%, ΕΘΝΙΚΗ – 4,01% και οι υπόλοιπες τρεις συγκεντρώνουν 5,24%. Ο δείκτης H υπολογίζοντας το άθροισμα των τετραγώνων των μεριδίων αγοράς ισούται με $1241,88 + 3 \cdot 5,24^2 = 1241,88 + 82,37 = 1324,25$. Μετά την εξαγορά της ΕΤΒΑ και της ΟΤΕ από την ΠΕΙΡΑΙΩΣ ο δείκτης διαμορφώνεται στα 1404,55. Αυτό αποκαλύπτει πως οι οριζόντιες ενώσεις των εταιριών καταλήγουν σε μεγαλύτερα επίπεδα συγκέντρωσης.

Η κρίσιμη τιμή του δείκτη αντιστοιχεί στις 1000 μονάδες. Κάτω από τις 1000 μονάδες θεωρείται ιδιαίτερα χαμηλός. Μετά τις δύο απορροφήσεις των ΕΤΒΑ και ΟΤΕ από την ΠΕΙΡΑΙΩΣ ο δείκτης ανέβηκε κατά 80,30 μονάδες κάτι το οποίο ενδεχομένως να εγείρει ανησυχίες και ερωτήματα για το βαθμό ανταγωνισμού στον κλάδο. Αναφέρουμε επίσης ότι τα προηγούμενα χρόνια ο δείκτης κυμάνθηκε από 1044,88 το 1998, 1040,95 το 1999 και 1000,89 το 2000. Παρατηρούμε λοιπόν ότι επικρατεί μια τάση συγκέντρωσης στον κλάδο που αποδίδεται από τη μία πλευρά στη στρατηγική των επιχειρήσεων προκειμένου να εκμεταλλευθούν τις ευκαιρίες που ανοίγονται στο χώρο των Βαλκανίων, να αντιμετωπίσουν το διευρυμένο ευρωπαϊκό ανταγωνισμό μετά την εισαγωγή του ευρώ και από την άλλη στην τάση των ελληνικών τραπεζών να ενωθούν σε μεγαλύτερα σχήματα προκειμένου να εκμεταλλευθούν οικονομίες κλίμακας, συνέργιες, μείωση του

κόστους από συνδυασμό τεχνολογιών και τεχνογνωσίας (know – how). Άλλωστε, οι περισσότερες εταιρίες χρηματοδοτικής μίσθωσης που δραστηριοποιούνται είναι θυγατρικές τραπεζών. Στον παρακάτω πίνακα παρουσιάζονται συγκεντρωτικά η αξία των νέων συμβάσεων το διάστημα 1998 – 2001 και ο καταμερισμός τους στις εταιρίες που συνάψανε τις σχετικές συμβάσεις.

Ποσά νέων συμβάσεων εταιριών χρηματοδοτικής μίσθωσης 1998 - 2001								
εκ δρχ.	1998	%	1999	%	2000	%	2001	%
ALPHA Leasing	24.302	17,06	46.757	19,00	51.471	14,66	77.400	17,46
ATE Leasing	7.837	5,50	20.411	8,29	41.071	11,70	64.987	14,66
CITI Leasing	2.630	1,85	623	0,25	758	0,22	877	0,20
ΕΓΝΑΤΙΑ Leasing					23.522	6,70	6.882	1,55
CYPRUS Leasing	7.086	4,97	11.344	4,61	2.535	0,72	52.188	11,77
ΕΜΠΟΡΙΚΗ Leasing	16.528	11,60	24.946	10,14	30.900	8,80	37.242	8,40
ERGO Leasing	1.405	13,62	26.768	10,88	34.397	9,80		
ETBA Leasing	5.563	3,90	10.988	4,46	7.921	2,26	23.027	5,20
EUROBANK Leasing			17.006	6,91	44.845	12,77	80.283	18,11
ΙΟΝΙΚΗ Leasing	10.357	7,27	7.186	2,92	7.293	2,08		
ΛΑΪΚΗ Leasing	8.758	6,15	12.541	5,10	19.059	5,43	25.226	5,69
NBG Leasing	12.719	8,93	14.662	5,96				
ΕΘΝΙΚΗ Leasing					16.220	4,62	17.785	4,01
ΟΤΕ Leasing	16.203	11,37	27.550	11,19	32.182	9,17	11.024	2,49
ΠΕΙΡΑΙΩΣ Leasing	11.086	7,78	25.327	10,29	38.864	11,07	46.327	10,45

Σε αυτό το σημείο είναι χρήσιμο να παρουσιάσουμε και τις μεταβολές που προκάλεσαν στο δείκτη Η οι τρεις μεγαλύτερες ενώσεις εταιριών στον κλάδο της χρηματοδοτικής μίσθωσης (Alpha – ΙΟΝΙΚΗ, ERGO – EUROBANK και ΟΤΕ ΠΕΙΡΑΙΩΣ). Τα αποτελέσματα απεικονίζονται στον ακόλουθο πίνακα, όπου

παρατηρούμε ότι η μεγαλύτερη αύξηση του δείκτη Η προκλήθηκε από την ένωση των ERGO leasing – EUROBANK leasing.

Επιδράσεις στο δείκτη Η από τις Ε & Σ στον κλάδο του leasing			
	Δείκτης Η πριν	Δείκτης Η μετά	Μεταβολή του δείκτη Η
Alpha - ΙΟΝΙΚΗ	1.040,95	1.151,90	110,95
ERGO - EUROBANK	1.000,89	1.251,25	250,36
ΟΤΕ - ΠΕΙΡΑΙΩΣ	1.250,52	1.302,50	51,99

Βιβλιογραφία κεφαλαίου 7

1. Damodaran Aswath, Investment analysis, 2nd edition, John Wiley & Sons Inc., 2002
2. Damodaran Aswath, Corporate Finance, John Wiley & Sons Inc., 2001
3. Cohen Ruben D., “An analytical process for generating the WACC curve and locating the optimal capital structure”, Corporate finance, 2001
4. Damodaran Aswath, The dark side of valuation, 1st edition, John Wiley & Sons Inc., 1999
5. Copeland T., Koller T., Murrin J., Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, 3rd edition, John Wiley & Sons Inc, 2000
6. Weston F.J., “The Exxon – Mobil Merger: an archetype”, forthcoming journal of applied finance, financial management association

8. Συμπεράσματα: βασικά δεδομένα που θα έπρεπε να εξεταστούν κατά την αποτίμηση

Έχοντας αποτιμήσει την εταιρία με τις δύο μεθόδους (P/E και Προεξοφλημένες Καθαρές Ταμιακές Ροές) φθάνουμε στο σημείο όπου πρέπει να διευκρινιστούν ορισμένα πράγματα τα οποία κάνουν την αποτίμηση της ΟΤΕ Leasing Α.Ε. ξεχωριστή περίπτωση και χωρίς την εξέταση αυτών, οποιαδήποτε μέθοδος ή οποιοδήποτε συμπέρασμα θεωρείται λανθασμένο και ελλιπές.

1. Ένα πρώτο αμφιλεγόμενο σημείο στην αποτίμηση είναι ότι ένα μέρος της εξαγοράς συμφωνήθηκε να γίνει με μεταβίβαση μετοχών της ΠΕΙΡΑΙΩΣ Leasing στην τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή που θα επικρατούσε όταν ολοκληρωνόταν η συμφωνία. Όπως όμως αποδείχθηκε στην πράξη, η τιμή της μετοχής το 2001 οπότε και ολοκληρώθηκε η εξαγορά, ήταν αρκετά χαμηλότερη αυτής που επικρατούσε το 2001 οπότε και άρχισαν οι διαπραγματεύσεις. Ενδεχομένως, δε θα έπρεπε από πριν να συμπεριληφθούν κάποιες δικλείδες ασφαλείας έτσι ώστε να αντισταθμιστεί ο κίνδυνος διολίσθησης της τιμής της μετοχής; Αυτό θα μπορούσε κάλλιστα να γίνει με ένα ΣΜΕ (συμβόλαιο μελλοντικής εκπλήρωσης) όπου θα καθοριζόταν επακριβώς το τίμημα σε αξία και όχι σε μερίδια μετοχών και το οποίο θα καταβαλλόταν σε μελλοντική χρονική στιγμή όταν θα είχε ολοκληρωθεί η εξαγορά, όπως προβλεπόταν κανονικά.

2. Ένα δεύτερο σημείο στο οποίο πρέπει να δοθεί έμφαση είναι ότι στην όλη αποτίμηση της εταιρίας ανεξαρτήτως μεθόδου που θα χρησιμοποιηθεί, πρέπει να συνυπολογιστεί και το γεγονός ότι η διαδικασία πώλησης διήρκησε ορισμένο χρονικό διάστημα (σχεδόν 17 μήνες) κατά το οποίο η εταιρία υπολειπουργούσε και σταδιακά έχανε μέρος της αξίας της. Βεβαίως, είναι εύλογο το γεγονός ότι τέτοιου είδους αγοραπωλησίες δε μπορεί παρά να χρονοτριβούν αλλά αυτό που έχει εδώ σημασία να τονιστεί είναι ότι κάτι τέτοιο αλλοιώνει τα πραγματικά αποτελέσματα και υποεκτιμά την αξία της επιχείρησης.

3. Τρίτον, σύμφωνα με τη νομοθεσία που διέπει τον κλάδο της χρηματοδοτικής μίσθωσης κάθε κινητό ή ακίνητο που εκμισθώνεται πρέπει να αποσβεστεί πλήρως κατά τη διάρκεια της σύμβασης. Για παράδειγμα, εάν πρόκειται για σύμβαση 3 χρόνων το πάγιο θα έχει αποσβεστεί πλήρως μέσα σε αυτά τα 3 χρόνια. Αυτό όμως, είναι κάτι το οποίο αλλοιώνει τα αποτελέσματα που παρουσιάζει δημοσιευμένα η εταιρία γιατί ενώ στην αρχή της σύμβασης θα παρουσιάζει αυξημένες αποσβέσεις και κατ'επέκταση έξοδα, έπειτα με τη λήξη της σύμβασης σε περίπτωση πώλησης του παγίου θα παρουσιάζει αυξημένα κέρδη γιατί θα πουλήσει κάτι το οποίο μόνο θεωρητικά και εξαιτίας του νόμου έχει χάσει σχεδόν όλη την αξία του ενώ στην πραγματικότητα κάτι τέτοιο δεν υφίσταται. Βλέπουμε λοιπόν, ότι για μία νεοσύστατη σχετικά εταιρία (έτος λειτουργίας 1997) είναι λογικό να παρουσιάζει λιγότερα από τα πραγματικά κέρδη λόγω ακριβώς αυτής της ιδιαιτερότητας που περιγράψαμε πιο πάνω. Το ερώτημα που πρέπει να τεθεί είναι εάν συνυπολογίστηκε αυτό στην αποτίμηση της ΟΤΕ Leasing γιατί ακόμα και με μια πρώτη ματιά η τιμή πώλησης των 7 δις δρχ προσεγγίζει σχεδόν την αξία μόνο των ιδίων κεφαλαίων η οποία είναι εκφρασμένη και σε λογιστικές τιμές καθώς η εταιρία δεν είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο. Κάτι παρόμοιο συμβαίνει και με το γεγονός ότι τα οικόπεδα και τα γήπεδα, βάσει πάλι νομοθεσίας, έχουν μηδενικό συντελεστή απόσβεσης. Από αυτό απορρέει ακριβώς το ανάποδο με αυτό που αναφέραμε προηγουμένως. Δηλαδή, ενώ η εταιρία θα παρουσιάσει αρχικά μηδενικά έξοδα (αποσβέσεις) και επομένως αυξημένα κέρδη για τα γήπεδα και τα οικόπεδα που εκμισθώνει, στο τέλος των συμβάσεων, οι οποίες πρέπει να υπερβαίνουν τα 10 έτη, θα παρουσιάσει απότομα πολλά έξοδα και επομένως μειωμένα κέρδη. Η κατηγορία όμως αυτών των συμβάσεων περιλαμβάνει λιγότερες συμφωνίες σε αριθμό αλλά και σε αξία καθώς ο νόμος περί εκμίσθωσης ακινήτων τέθηκε σε ισχύ το 1999 και ήταν περιορισμένης εφαρμογής. Άλλωστε, η λογική βάσει της οποίας ο νομοθέτης έθεσε μηδενικό συντελεστή απόσβεσης στα οικόπεδα και τα γήπεδα είναι επειδή συνήθως η αξία τους δε μειώνεται αλλά αυξάνεται λόγω πολύπλευρης ανάπτυξης της περιοχής (δρόμοι, σχολεία, αεροδρόμιο, σταθμοί

μετρό, τραμ, επιχειρήσεις, ένταξη στο σχέδιο πόλης κτλ.) γύρω από αυτά κατά την πάροδο των χρόνων.

4. Τέταρτον, αξίζει να σημειωθεί ότι σε μία αποτίμηση πρέπει να υπολογιστεί και να προστεθεί πάνω στην τιμή αγοράς ένα premium από τις προβλεπόμενες συνέργειες που αναμένεται να προκύψουν από την ένωση των δύο εταιριών. Οι συνέργειες προσφέρουν το «παράδοξο» αποτέλεσμα «1+1=3». Το «άθροισμα» δύο διαφορετικών οργανισμών που συνενώνονται και δημιουργούν ένα νέο ενοποιημένο φορέα, ο οποίος συνδυάζει τα χαρακτηριστικά των δύο προγενέστερων και συνοδεύεται από επιπρόσθετα οφέλη. Με τον τρόπο αυτό αναπτύσσονται ή και ανακαλύπτονται νέα στοιχεία που πιθανόν ως τη χρονική στιγμή της εξαγοράς ή συγχώνευσης να παρέμειναν άγνωστα και μη αξιοποιήσιμα με την οικονομική έννοια του όρου (για παράδειγμα η συνένωση δύο εργοστασίων ενδεχομένως να οδηγήσει σε μείωση των παγίων περιουσιακών στοιχείων, σε επιπρόσθετες βάρδιες τους εργαζομένους αυτών, αλλά και σε κατανομή του υπόλοιπου προσωπικού σε χρησιμότερες θέσεις απασχόλησης ή ακόμη και σε περικοπή του). Η πιο σημαντική συνέργια που αποκόμισε η ΠΕΙΡΑΙΩΣ Leasing είναι εκτός από τυχόν μείωση του ανά μονάδα προϊόντος κόστους αλλά και η αγορά του πελατολογίου της ΟΤΕ Leasing A.E.. Το ερώτημα σε αυτήν περίπτωση είναι εάν αποτιμήθηκαν αυτές οι συνέργειες που αναμενόταν να εισπράξει η ΠΕΙΡΑΙΩΣ ή όχι.

5. Τέλος, ένα ακόμα σημείο αναφοράς είναι και το ότι οι συναλλαγματικές διαφορές από τις πραγματοποιούμενες συμβάσεις και καταχωρούνταν ως ζημιές στην Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσεως (Κ.Α.Χ.) αλλά και χρεώνονταν στους πελάτες κάτι το οποίο σημαίνει ότι τα αποτελέσματα που εμφανίζονται στις λογιστικές καταστάσεις να είναι υποτιμημένα. Εδώ, θυμίζουμε ότι μιλάμε για την περίοδο 1997-2001 που δραστηριοποιούνταν η ΟΤΕ Leasing όταν δεν υπήρχε το ενιαίο νόμισμα και οι συμβάσεις σε ξένο συνάλλαγμα ήταν αξιοσημείωτες τόσο σε αριθμό όσο και σε αξία.

9. ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ / ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

9.1. Ελληνική, Ξένη Βιβλιογραφία & Αρθρογραφία

1. Aaker, David (1991), Managing Brand Equity: Capitalizing on the Value of a Brand Name , Free Press, New York.
2. Arnold Tom and James Jerry, "Finding Firm Value Without a Pro Forma Analysis", Financial Analysts Journal, March/April 2000
3. Bodie Z., Kane A., Marcus A.J., Investments, 5th edition, Mc Graw Hill International editions, 2001
4. Bodie Z., & Merton R. C., Finance, 2nd edition, Prentice Hall, 2000
5. Cohen Ruben D., "An analytical process for generating the WACC curve and locating the optimal capital structure", Corporate finance, 2001
6. Copeland T., Koller T., Murrin J., Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, 3rd edition, John Wiley & Sons Inc, 2000
7. Δ. Γκίκας, Η ανάλυση και οι χρήσεις των λογιστικών καταστάσεων, εκδ. Μπένου, 1997
8. Damodaran Aswath, Investment analysis, 2nd edition, John Wiley & Sons Inc., 2002
9. Damodaran Aswath, The dark side of valuation, 1st edition, John Wiley & Sons Inc., 2002
10. Damodaran Aswath, "Firms With no Earnings, no History and no Comparables, Can Amazon.com be Valued?", Stern School of Business, 44 West Fourth Street, New York, NY 10012, March 2000
11. Damodaran, Aswath (1996), Investment Valuation, John Wiley and Sons, New York.
12. Damodaran Aswath (1998), www.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/eqnotes/brand.pdf.
13. Stickney C.P., Financial Reporting and Statement Analysis: a strategic perspective, 3rd edition, Dryden press, 1996

14. Epstein J. Barry, Mirza Abbas Ali, Interpretation and Application of International Accounting Standards, John Wiley & Sons Inc., 2002
15. Fama Eugene F. and French Kenneth R., “The corporate cost of capital and the return on corporate investment”, The journal of Finance, Vol. LIV, No. 6, 1999
16. Fisher R. & Uri W. , Getting to YES: negotiating agreement without giving in, Penguin, New York, 2nd edition, 1991
17. Φιλιππάτος Γ.Κ. και Αθανασόπουλος Π.Ι., Κόστος κεφαλαίου, πολιτική μερισμάτων και χαρτοφυλακίου, Παπαζήση, 1986
18. Fernández Pablo, “Valuing companies by cash flow discounting: ten methods and nine theories”, IESE Business school, Spain, 2001
19. Fernández Pablo, “Valuation using multiples: how do analysts reach their conclusions?”, Working Paper, IESE Business school, Spain, 2001
20. Gilson, Stuart C., Hotchkiss E.S. and Ruback R.S., “Valuation of Bankrupt Firms”, Review of Financial Studies, Vol.13, No 1, pages 43-74, 2000
21. Holmstrom Bengt and Tirol Jean, “LAPM: A Liquidity – Based Pricing Model”, the Journal of Finance, Vol. LVI, No 5, Oct. 2001
22. **Houlihan Valuation Advisors**, www.houlihan.com/services/brand_article/brand_article.htm
23. Interbrand, www.interbrand.com
24. Jacobs B.I. & Levy K.N., “ On the Value of Value”, Financial Analysts Journal, Vol. 44, pages 47-62, 1988
25. Jackson A., “The How and Why of EVA at CS First Boston”, Journal of Applied Corporate Finance, vol. 9, N.1, pp. 98 – 103, 1996
26. Θωμαδάκης Σ., Ξανθάκης Μ., Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου, Ένωση Ελληνικών Τραπεζών, εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα 1990
27. Kaplan S.N. and Ruback R.S., “The Valuation of Cash Flow Forecasts: An Empirical Analysis”, Journal of Finance, Vol. 50, No 4, pages 1059-1093, 1995
28. Καραθανάση Γ., Βασικές αρχές χρηματοοικονομικής διοίκησης και χρηματιστηριακές αγορές, Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα 2000

29. Lamdin D.J., "Valuation with the Discounted Dividend Model when Corporations Repurchase" Financial Practice and Education, Vol. 10, No. 1, pages 252-255, 2000
30. Looser U. and Schläpfer B., The New Venture Adventure: Succeed with Professional Business Planning, McKinsey & Company, 2001
31. Martin J.D. and Petty J.W., Value Based Management: The Corporate Response to the Shareholder Revolution, Boston MA, Harvard Business School Press, 2000
32. Miller, Merton H. and Modigliani F., "Dividend Policy, Growth and The Valuation of Shares", Journal of Business, Vol. 34, pages 411-433
33. Modigliani F. and Miller, Merton H., 'Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction', American Economic Review, Vol. 53, No.3, pages 433-442, 1963
34. O' Byrne F. Stephen, "EVA and its Critics", Shareholder Value Advisors Inc., Bank of America, Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 12, No 2, 1999
35. Pratt P. Shannon, Reilly F. Robert, Schweihs, Valuing a business, 3rd edition, Mc Graw Hill, 1996
36. Ranking E, Acquisitions, John Wiley & Sons Inc 1997
37. Roos, J., G. Roos, L. Edvinsson, and L. Dragonnetti (1997), *Intellectual Capital; Navigating in the New Business Landscape*, Macmillan.
38. Stickney C.P., Financial Reporting and Statement Analysis: a strategic perspective, 3rd edition, Dryden press, 1996
39. Weston F.J., "The Exxon – Mobil Merger: an archetype", forthcoming journal of applied finance, financial management association
40. Wicox J.W, "The P/B – ROE Valuation model", Financial Analysts Journal, Vol. 40, pages 58-66, 1984
41. Wildberger K., & Georgeson H., "DCF Vs Real Options: How to best Value online Financial Companies (with an application to Egg)", MBA Working Paper, INSEAD, 2001

9.2. Ελληνικά περιοδικά και άρθρα εφημερίδων

1. Ενημερωτικό δελτίο ΕΤΒΑ για τους συντελεστές βήτα ελληνικών εταιριών
2. Επιλογή, Χρηματοδοτική Μίσθωση: Ένας κλάδος με προβλήματα αλλά και προοπτικές, Μάιος 2001
3. Κέρδος, ένθετο αφιέρωμα, Ελληνική Οικονομία, Leasing - Factoring, Ιανουάριος 2001
4. Ναυτεμπορική, Hellenic Telecom Organization S.A.:OTE announces the sale of its subsidiary OTE leasing, 11/12/2001
5. Το ΒΗΜΑ, Εξαγορές & Συγχωνεύσεις, έρευνα ΑΣΟΕΕ, Β.Παπαδάκης, Μάιος 2002
6. ΧΑΑ εκδόσεις, OTE concludes sale of OTE leasing, 01/06/2000
7. ΧΑΑ εκδόσεις, Piraeus leasing S.A., 01/06/2000
8. ΧΑΑ εκδόσεις, Piraeus leasing S.A., 01/06/2000
9. ΧΡΗΜΑ, "Leasing: Νέα μορφή επένδυσης ή ένας άλλος τρόπος χρηματοδότησης;", Νοέμβριος 2001
10. Χρήμα & Αγορά, Γενικές Συνελεύσεις εταιριών leasing, Ιούλιος 2001
11. Χρηματοσφαιριστικό Μάρκετινγκ, αφιέρωμα, Χρηματοδοτική Μίσθωση, Απρίλιος 2002
12. Διπλωματική εργασία Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών (πρώην ΑΣΟΕΕ) με τίτλο: Αποτίμηση μετοχών με βάσει τα οικονομικά στοιχεία των επιχειρήσεων του φοιτητή Αγουρίδη Νικόλαου, υπό την εποπτεία του καθηγητή Χριστόπουλου Κωνσταντίνου για την απόκτηση μεταπτυχιακού τίτλου στην Οικονομική Επιστήμη, Οκτώβριος 1999

10. ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

10.1. Αριθμοδείκτες ΟΤΕ Leasing Α.Ε.

10.2. Εξαιρετικές ρυθμίσεις – Συγχωνεύσεις επιχειρήσεων

Ο νόμος θεωρεί τη συγχώνευση επιχειρήσεων αυτή καθαυτή ότι δεν αποτελεί απαγορευμένη σύμπραξη. Ως συγχώνευση ο νόμος θεωρεί εκείνη που πραγματοποιείται δια των μεθόδων α) της συστάσεως νέας επιχείρησης, β) της απορρόφησης μιας ή περισσότερων επιχειρήσεων από την άλλη και γ) της εξαγοράς μιας ή περισσότερων επιχειρήσεων από άλλη. Ο νόμος με τη ρύθμιση αυτή δε θέλησε να εμποδίσει τη δημιουργία μεγαλύτερων οικονομικών μονάδων και το σχηματισμό συγκεντρωμένων επιχειρήσεων, Αυτό όμως και μόνο. Γιατί αν η συγχώνευση έχει ως αντικείμενο ή αποτέλεσμα τη νόθευση του ανταγωνισμού ιδίως δε όταν με τη συγχώνευση επιδιώκεται αποτέλεσμα (καθορισμός τιμής πώλησης κ.τ.λ.) η συγχώνευση αυτή εμπίπτει στην απαγόρευση.¹

Ανταγωνισμός

Το 1990 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εισήγαγε οδηγίες σχετικά με τη φορολογική μεταχείριση διασυννοριακών συγχωνεύσεων και από – συγχωνεύσεων, τη συνεισφορά στοιχείων ενεργητικού και την ανταλλαγή μετοχών ανάμεσα σε εταιρίες από διαφορετικές χώρες της Ε.Ε.. Η Ελλάδα εναρμόνισε καθυστερημένα τη νομοθεσία της το 1998.

Η γραμματεία ανταγωνισμού της Επιτροπής (DG IV) ελέγχει όλες τις μεγάλες συγχωνεύσεις και εξαγορές που θεωρείται ότι έχουν «κοινοτική διάσταση». Αυτό προκύπτει όταν οι εμπλεκόμενες εταιρίες έχουν συνδυασμό παγκόσμιο κύκλο εργασιών 5 δις. ευρώ ή όταν ο κύκλος εργασιών σε κοινοτικό επίπεδο υπερβαίνει τα 250 εκατ. ευρώ εκτός εάν μία από τις δύο δημιουργεί τα δύο τρίτα του συνολικού κύκλου εργασιών της σε κοινοτικό επίπεδο μέσα στο ίδιο κράτος – μέλος.

Μέχρι πρόσφατα, το μικρό μέγεθος των ελληνικών επιχειρήσεων σήμαινε ότι η αυτή η διαδικασία δεν είχε εφαρμογή στην Ελλάδα. Ωστόσο, το 2000, όταν η Ελληνική Εταιρία Εμφιαλώσεως, τοπική δικαιούχος της Coca Cola, εξαγόρασε τη βρετανική Coca Cola Beverages Plc, η DG IV παρενέβη και απαίτησε από τη νέα εταιρία να απαλλαγεί από τη συμμετοχή της στην εισηγμένη θυγατρική της Frigoglass, η οποία κατασκεύαζε ψυγεία.

Η Ελλάδα διαθέτει δική της νομοθεσία περί ανταγωνισμού από το 1977. Γενικά, ο ρόλος της είναι να αποτρέπει την κατάχρηση ηγετικής θέσης στην αγορά μέσω της εφαρμογής αυθαίρετων όρων εμπορίας. Συγκεκριμένα, η νομοθεσία αποτρέπει συμφωνίες μεταξύ εταιριών και θυγατρικών τους, οι οποίες θα μπορούσαν²:

Να οδηγήσουν άμεσα ή έμμεσα σε καθορισμό τιμών πώλησης ή όρων εμπορίας

Να οδηγήσουν σε περιορισμό ή έλεγχο της παραγωγής, των αγορών, των τεχνικών εξελίξεων ή των επενδύσεων

Να οδηγήσουν σε καταμερισμό αγορών ή πηγών εφοδιασμού

Να οδηγήσουν στην εφαρμογή ανόμοιων συνθηκών σε παρόμοιες συναλλαγές, με αποτέλεσμα ένα από τα μέρη να περιέρχεται σε μειονεκτική θέση ή

Να καταστήσουν τη σύναψη συμφωνιών δέσμια της αποδοχής υποχρεώσεων που δεν σχετίζονται με τη συγκεκριμένη δραστηριότητα

Αρχικά τη νομοθεσία εφάρμοζα μια επιτροπή του υπουργείου Εμπορίου. Από το 1995, έχει περιέλθει στην αρμοδιότητα μιας διοικητικά ανεξάρτητης Επιτροπής Ανταγωνισμού (Ε.Α.), η οποία τελεί υπό την ευρύτερη αιγίδα του υπουργείου Ανάπτυξης.

Η νομοθεσία περί ανταγωνισμού δεν απαγορεύει το σχηματισμό μονοπωλίων ή καρτέλ, για τον οποίο, όμως, πρέπει πρώτα να έχει δοθεί έγκριση.

Η γενική μέθοδος για τη συγκρότηση της επικράτησης στην αγορά είναι να ζητείται κοινοποίηση για κάθε συγχώνευση, από την οποία προκύπτει εταιρία με συγκεκριμένο κύκλο εργασιών ή μερίδιο αγοράς. Αρχικά ο κύκλος

¹ Λ. Κοτσίρη, Δίκαιο ανταγωνισμού, 3^η έκδοση, εκδόσεις Σάκκουλα, 1998

² Επίκαιρα νομοθετήματα Ν 703/1977 όπως τροποποιήθηκε και συμπληρώθηκε με τους Νόμους 1934/1991, 2000/1991. 2296/1995. 2741/1999 και 2837/2000, περί ελέγχου μονοπωλίων, ολιγοπωλίων και προστασίας του ελεύθερου ανταγωνισμού, Δίκαιο επιχειρήσεων & εταιριών Αύγουστος – Σεπτέμβριος 2000, Νομική βιβλιοθήκη

εργασιών ήταν 50 εκατ. ευρώ και το μερίδιο αγοράς 25%. Το 2000, τα κατώτατα αυτά όρια αυξήθηκαν σε 150 εκατ. ευρώ και 35%.

Η κοινοποίηση πρέπει να γίνεται εντός δεκαπέντε ημερών μετά το κλείσιμο της συμφωνίας. Η ανταλλαγή μετοχών με δικαιώματα ψήφου δε μπορεί να προχωρήσει μέχρι η Επιτροπή να εξετάσει την περίπτωση και να δώσει την έγκρισή της. Η διαδικασία αυτή δεν πρέπει να διαρκεί γύρω στους τρεις, μίας και η Γραμματεία Ανταγωνισμού πάσχει από έντονη έλλειψη προσωπικού.

Εάν οι εμπλεκόμενες επιχειρήσεις δεν προχωρήσουν σε κοινοποίηση ή επιδιώξουν να παραπλανήσουν την επιτροπή, παρέχοντας ψευδείς πληροφορίες, η επιτροπή έχει δικαίωμα να επιβάλει πρόστιμα έως και 7% του αθροιστικού κύκλου εργασιών τους. Αν οι επιχειρήσεις προχωρήσουν σε συγχώνευση, παρά τυχόν αρνητική γνωμοδότηση, μπορεί να τους επιβληθεί πρόστιμο έως και 15% του αθροιστικού κύκλου εργασιών τους.

Παρόλο που το 1995 δόθηκε διοικητική ανεξαρτησία στην Επιτροπή Ανταγωνισμού, χρειάστηκαν πέντε χρόνια για να αποκτήσει και την οικονομική. Νομοθεσία που θεσπίστηκε το 2000 προέβλεπε ότι η επιτροπή θα εισέπραττε τα έσοδα από ένα τέλος 0,1% επί των κεφαλαίων κάθε νεοσύστατης εταιρίας και κάθε έκδοσης δικαιωμάτων από υπάρχουσες εταιρίες. Εκείνη τη χρονιά, ο προϋπολογισμός της ήταν περίπου 543.000 ευρώ για προσωπικό 27 ατόμων. Η νέα νομοθεσία επιτρέπει στην Ε.Α. να αυξήσει το προσωπικό της έως και 80 άτομα.

Η επιτροπή εξακολουθεί να στεγάζεται στη διεύθυνση εμπορίου του υπουργείου Ανάπτυξης, ενώ ακόμη δεν έχει ολοκληρώσει το νομικό πλαίσιο για το νέο οργανόγραμμά της. Εκπονεί, όμως σχέδιο, προεδρικού διατάγματος για την αναδιοργάνωσή της, ενώ έχει δημοσιεύσει αγγελίες για την αγορά δικού της χώρου.

Μέχρι το 2000, σχεδόν όλος ο χρόνος της επιτροπής αναλωνόταν για το ξεκαθάρισμα των κοινοποιήσεων. Αυτό απεδείχθη εμπόδιο στην εκτέλεση του πραγματικού της έργου, το οποίο είναι η διερεύνηση πρακτικών κατάχρησης αγοράς. Η νομοθεσία εκείνου του έτους, με την οποία διπλασιάστηκε το κατώτατο όριο του κύκλου εργασιών και αυξήθηκε σε 35% το μερίδιο αγοράς,

έχει μειώσει στο μισό τον αριθμό των κοινοποιήσεων με τις οποίες είχε να κάνει η επιτροπή. Επίσης, η Ε.Α. ήτα αρμόδια για την εξέταση της αδικαιολόγητης διακοπής μακροχρόνιων εμπορικών σχέσεων. Έχει, πλέον, συμφωνηθεί ότι σε τέτοιες περιπτώσεις ο αστικός κώδικας παρέχει επαρκή προστασία στους ενάγοντες και έτσι αυτή η αρμοδιότητα έχει επίσης αφαιρεθεί. Έτσι, τα μέλη της επιτροπής μπόρεσαν να στρέψουν την προσοχή τους σε πραγματικά ζητήματα ανταγωνισμού. Τους τελευταίους μήνες η Ε.Α. επέβαλε βαρύ πρόστιμο 2,93 εκατ. ευρώ στην Coca Cola 3^E για κατάχρηση της ηγετικής θέσης της, καθώς επέβαλε την αναγκαστική εξαίρεση άλλων προϊόντων από όσα ψυγεία της βρίσκονταν στα σημεία πώλησης³.

Ωστόσο, στο ζήτημα των ιδιωτικοποιήσεων η επιτροπή δεν έχει λόγο καθώς στη σημερινή του μορφή, ο νόμος συνεπάγεται ότι κατά τη διαδικασία της ιδιωτικοποίησης, κάθε απαιτούμενη άδεια πρέπει να θεωρείται δεδομένη. Αυτό γίνεται γιατί η νομοθεσία θέλει τα πράγματα να γίνονται με ταχύτητα. Ο υπουργός Ανάπτυξης όμως και ο υπουργός Εθνικής Οικονομίας και Οικονομικών έχουν τη δύναμη να αγνοήσουν απόφαση της Ε.Α. αν πιστεύουν ότι η εξαίρεση αυτή αποτελεί ζήτημα «γενικού οφέλους ή δημοσίου συμφέροντος». Με αυτόν τον τρόπο όμως αφαιρεί την εξουσιοδότηση από την Ε.Α. να ενημερώνει το υπουργικό συμβούλιο. Ενδεχομένως θα έπρεπε τουλάχιστον να ερωτάται η Ε.Α. για τις επιπτώσεις.

³ Deloitte & Touche, Εξαγορές & Συγχωνεύσεις στην Ελλάδα: Οδηγοί επιχειρηματικής ανάπτυξης, εκδόσεις Κέρκυρα, Ιούλιος 2002

Πίνακας 1

Τιμές γενικού δείκτη Χ.Α.Α. και μέσες τιμές μετοχών (1997 - 2001)

Μήνες	Γενικός Δείκτης	Alpha Leasing	ETBA Leasing	ΠΕΙΡΑΙΩΣ Leasing
1/1/1997	1063,95	4.961	2.773	3.026
1/2/1997	1271,55	5.827	3.162	3.161
1/3/1997	1286,63	6.425	3.310	3.150
1/4/1997	1419,75	6.094	3.474	3.217
1/5/1997	1624,24	7.149	4.507	3.978
1/6/1997	1578,30	7.286	4.053	4.489
1/7/1997	1561,48	7.370	2.793	3.982
1/8/1997	1599,85	7.138	2.719	3.943
1/9/1997	1661,32	6.935	2.611	3.900
1/10/1997	1729,09	6.780	2.896	3.880
1/11/1997	1444,05	5.774	2.467	3.272
1/12/1997	1511,33	5.631	2.446	3.329
1/1/1998	1440,90	5.072	2.141	3.349
1/2/1998	1452,95	4.732	1.794	3.155
1/3/1998	1723,45	5.293	1.875	3.137
1/4/1998	2314,30	5.910	2.684	3.135
1/5/1998	2535,60	5.433	3.486	3.746
1/6/1998	2461,90	4.751	2.888	3.615
1/7/1998	2678,35	5.483	3.381	4.450
1/8/1998	2573,76	5.061	3.257	4.237
1/9/1998	2160,82	4.089	2.539	3.606
1/10/1998	1973,86	4.043	2.575	3.741
1/11/1998	2350,05	4.740	3.239	4.506
1/12/1998	2542,86	4.513	2.945	4.260
1/1/1999	2965,05	4.977	3.476	4.362
1/2/1999	3309,11	5.219	3.452	4.541
1/3/1999	3494,64	5.204	3.692	4.953
1/4/1999	3441,65	4.302	3.719	5.701
1/5/1999	4016,65	6.367	5.381	8.820
1/6/1999	4013,95	7.018	4.649	9.318
1/7/1999	4351,41	9.231	6.886	13.060
1/8/1999	4803,27	13.579	7.962	17.297
1/9/1999	5805,00	15.972	9.540	19.481
1/10/1999	5726,05	16.074	9.411	21.393
1/11/1999	5628,95	17.787	10.529	13.028
1/12/1999	5291,41	15.047	10.234	10.764
1/1/00	5224,62	12.881	9.073	9.959
1/2/00	5296,81	11.692	8.416	8.934
1/3/00	4819,45	7.156	5.916	7.657
1/4/00	4530,63	6.350	5.246	4.660
1/5/00	4570,59	6.349	5.354	4.848
1/6/00	4302,95	5.536	4.898	4.495
1/7/00	3996,05	4.912	3.866	4.437

Αποτίμηση επιχειρήσεων, η μελέτη περίπτωσης της ΟΤΕ Leasing

1/8/00	3731,05	4.697	2.847	4.257
1/9/00	4071,90	4.862	2.686	4.233
1/10/00	3840,55	4.153	2.073	3.738
1/11/00	3493,50	3.995	1.719	3.886
1/12/00	3529,53	4.651	1.954	4.826
1/1/01	3175,27	3.645	1.577	3.036
1/2/01	3182,74	3.665	1.676	2.683
1/3/01	3124,32	3.581	1.823	2.699
1/4/01	3158,95	3.537	1.747	2.445
1/5/01	3141,68	3.331	1.575	2.392
1/6/01	2834,60	2.781	1.256	2.365
1/7/01	2573,64	3.112	1.218	2.738
1/8/01	2718,27	3.408	1.450	3.094
1/9/01	2364,65	2.874	1.059	2.630
1/10/01	2315,36	2.900	1.032	2.446
1/11/01	2674,09	3.304	1.167	2.708
1/12/01	2624,82	3.122	1.097	2.997

Αποτίμηση επιχειρήσεων, η μελέτη περίπτωσης της ΟΤΕ Leasing

Φύλλο εργασίας αποτίμησης (προεξόφληση αδέσμευτων ταμιακών ροών) της ΟΤΕ Leasing (σε δρχ.)

Αισιόδοξο σενάριο ανάπτυξης με ρυθμό 12%

	1997 - 1998	1998 - 1999	1999 - 2000	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Αποτέλεσμα χρήσης	512.406.687	659.982.321	615.692.662	689.575.781,44	772.324.875,21	865.003.860,24	968.804.323,47	1.085.060.842,28	1.215.268.143,36
Συν: Αποσβέσεις	2.744.155.023	7.425.719.375	13.742.040.151	89.437.978,85	100.170.536,32	112.191.000,67	125.653.920,75	140.732.391,24	157.620.278,19
Συν (μείον): Αύξηση (μείωση) προμηθευτών	-669.103.564	2.384.670.401	-2.884.476.876	17.928.970,32	20.080.446,76	22.490.100,37	25.188.912,41	28.211.581,90	31.596.971,73
Μείον: Αύξηση πελατών	472.292.672	2.066.712.127	677.669.647	11.722.788,28	13.129.522,88	14.705.065,62	16.469.673,50	18.446.034,32	20.659.558,44
Μείον: Αύξηση αποθεμάτων	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Συν (μείον): Αύξηση (μείωση) υποχρεώσεων από φόρους & τέλη	-52.481.455	80.191.909	-101.245.773	-3.309.963,75	-3.707.159,40	-4.152.018,53	-4.650.260,75	-5.208.292,04	-5.833.287,09
= Ταμιακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες	3.007.269.363	8.483.851.879	12.049.679.811	781.909.978,57	875.739.176,00	980.827.877,12	1.098.527.222,38	1.230.350.489,06	1.377.992.547,75
Μείον: Επενδύσεις σε πάγια	12.442.684.633	18.357.668.774	14.092.427.477	172.324.987,78	193.003.986,32	216.164.464,67	242.104.200,43	271.156.704,49	303.695.509,02
Μείον: Τόκοι χρεωστικοί	483.656.614	1.110.574.381	1.393.671.282	11.240.085,24	12.588.895,47	14.099.562,92	15.791.510,47	17.686.491,73	19.808.870,74
Συν: Έσοδα από νέα δάνεια	2.491.590.494	14.499.146.704	31.524.807.377	103.505.324,79	115.925.963,77	129.837.079,42	145.417.528,95	162.867.632,43	182.411.748,32
Αδέσμευτες ταμιακές ροές	-7.427.481.390	3.514.755.428	28.088.388.429	701.850.230,35	786.072.257,99	880.400.928,95	986.049.040,42	1.104.374.925,28	1.236.899.916,31
ΜΣΚΚ	7,41%	7,41%	7,41%	7,41%	7,41%	7,41%	7,41%	7,41%	7,41%
Προεξοφλητικό επιτόκιο				0,9346	0,8734	0,8163	0,7629	0,713	0,6663
Παρούσες αξίες				362.788.292	419.596.593	484.722.198	559.333.508	644.702.233	742.303.257

Λειτουργικές σχέσεις (ως ποσοστό των αποτελεσμάτων χρήσης)

Αισιόδοξο σενάριο ανάπτυξης με ρυθμό 12%

	1997 - 1998	1998 - 1999	1999 - 2000	2002	2003	2004 - 2007
Αποσβέσεις	5,36	11,25	22,32	0,1297	0,1297	0,1297
Προμηθευτές	-1,31	3,61	-4,68	0,0260	0,0260	0,0260
Πελάτες	0,92	3,13	1,10	0,0170	0,0170	0,0170
Αποθέματα	0,00	0,00	0,00	0,0000	0,0000	0,0000
Υποχρεώσεις από φόρους και τέλη	-0,10	0,12	-0,16	-0,0048	-0,0048	-0,0048
Ταμιακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες	5,87	12,85	19,57	0,1276	0,1276	0,1276
Επενδύσεις σε πάγια	24,28	27,82	22,89	0,2499	0,2499	0,2499
Τόκοι χρεωστικοί	0,94	1,68	2,26	0,0163	0,0163	0,0163
Έσοδα από νέα δάνεια	4,86	21,97	51,20	0,1501	0,1501	0,1501
Αδέσμευτες ταμιακές ροές	-14,50	5,33	45,62	0,1215	0,1215	0,1215

Υπολογισμοί αποτίμησης			
Αισιόδοξο σενάριο ανάπτυξης με ρυθμό 12%			
Επιτόκιο χωρίς κίνδυνο	5,10%	Άθροισμα Καθαρών Π.Α.	3.213.446.081
Συντελεστής βήτα	1,76204	Π.Α. υπολειμματικής αξίας	12.867.112.735
Πριμ ιδίων κεφαλαίων	5,59%	Συνολική αξία εταιρίας (δρχ.)	16.080.558.816
Κόστος ιδίων κεφαλαίων	14,95%		
Κόστος δανεισμού (προ φόρων)	6,90%		
Κόστος δανεισμού (μετά φόρων)	4,49%		
Κεφαλαιακή διάρθρωση, % ιδίων κεφαλαίων	25%		

Αποτίμηση επιχειρήσεων, η μελέτη περίπτωσης της ΟΤΕ Leasing

Φύλλο εργασίας αποτίμησης (προεξόφληση αδέσμευτων ταμιακών ροών) της ΟΤΕ Leasing (σε δρχ.)

Απαισιόδοξο σενάριο ανάπτυξης με ρυθμό 3%

	1997 - 1998	1998 - 1999	1999 - 2000	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Αποτέλεσμα χρήσης	512.406.687	659.982.321	615.692.662	634.163.441,86	653.188.345,12	672.783.995,47	692.967.515,33	713.756.540,79	735.169.237,02
Συν: Αποσβέσεις	2.744.155.023	7.425.719.375	13.742.040.151	82.250.998,41	84.718.528,36	87.260.084,21	89.877.886,74	92.574.223,34	95.351.450,04
Συν (μείον): Αύξηση (μείωση) προμηθευτών	-669.103.564	2.384.670.401	-2.884.476.876	16.488.249,49	16.982.896,97	17.492.383,88	18.017.155,40	18.557.670,06	19.114.400,16
Μείον: Αύξηση πελατών	472.292.672	2.066.712.127	677.669.647	10.780.778,51	11.104.201,87	11.437.327,92	11.780.447,76	12.133.861,19	12.497.877,03
Μείον: Αύξηση αποθεμάτων	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Συν (μείον): Αύξηση (μείωση) υποχρεώσεων από φόρους & τέλη	-52.481.455	80.191.909	-101.245.773	-3.043.984,52	-3.135.304,06	-3.229.363,18	-3.326.244,07	-3.426.031,40	-3.528.812,34
= Ταμιακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες	3.007.269.363	8.483.851.879	12.049.679.811	719.077.926,73	740.650.264,53	762.869.772,46	785.755.865,64	809.328.541,61	833.608.397,85
Μείον: Επενδύσεις σε πάγια	12.442.684.633	18.357.668.774	14.092.427.477	158.477.444,12	163.231.767,44	168.128.720,47	173.172.582,08	178.367.759,54	183.718.792,33
Μείον: Τόκοι χρεωστικοί	483.656.614	1.110.574.381	1.393.671.282	10.336.864,10	10.646.970,03	10.966.379,13	11.295.370,50	11.634.231,61	11.983.258,56
Συν: Έσοδα από νέα δάνεια	2.491.590.494	14.499.146.704	31.524.807.377	95.187.932,62	98.043.570,60	100.984.877,72	104.014.424,05	107.134.856,77	110.348.902,48
Αδέσμευτες ταμιακές ροές	-7.427.481.390	3.514.755.428	28.088.388.429	645.451.551,13	664.815.097,66	684.759.550,59	705.302.337,11	726.461.407,22	748.255.249,44
ΜΣΚΚ	7,41%	7,41%	7,41%	7,41%	7,41%	7,41%	7,41%	7,41%	7,41%
Προεξοφλητικό επιτόκιο				0,9346	0,8734	0,8163	0,7629	0,713	0,6663
Παρούσες αξίες				333.635.662	354.870.875	377.007.956	400.080.740	424.087.220	449.051.941

Λειτουργικές σχέσεις (ως ποσοστό των αποτελεσμάτων χρήσης)

Απαισιόδοξο σενάριο ανάπτυξης με ρυθμό 3%

	1997 - 1998	1998 - 1999	1999 - 2000	2002	2003	2004 - 2007
Αποσβέσεις	5,36	11,25	22,32	0,1297	0,1297	0,1297
Προμηθευτές	-1,31	3,61	-4,68	0,0260	0,0260	0,0260
Πελάτες	0,92	3,13	1,10	0,0170	0,0170	0,0170
Αποθέματα	0,00	0,00	0,00	0,0000	0,0000	0,0000
Υποχρεώσεις από φόρους και τέλη	-0,10	0,12	-0,16	-0,0048	-0,0048	-0,0048
Ταμιακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες	5,87	12,85	19,57	0,1276	0,1276	0,1276
Επενδύσεις σε πάγια	24,28	27,82	22,89	0,2499	0,2499	0,2499
Τόκοι χρεωστικοί	0,94	1,68	2,26	0,0163	0,0163	0,0163
Έσοδα από νέα δάνεια	4,86	21,97	51,20	0,1501	0,1501	0,1501
Αδέσμευτες ταμιακές ροές	-14,50	5,33	45,62	0,1215	0,1215	0,1215

Αποτίμηση επιχειρήσεων, η μελέτη περίπτωσης της ΟΤΕ Leasing

Υπολογισμοί αποτίμησης			
Απαισιόδοξο σενάριο ανάπτυξης με ρυθμό 3%			
Επιτόκιο χωρίς κίνδυνο	5,10%	Άθροισμα Καθαρών Π.Α.	2.338.734.394
Συντελεστής βήτα	1,76204	Π.Α. υπολειμματικής αξίας	7.158.392.712
Πριμ ιδίων κεφαλαίων	5,59%	Συνολική αξία εταιρίας (δρχ.)	9.497.127.106
Κόστος ιδίων κεφαλαίων	14,95%		
Κόστος δανεισμού (προ φόρων)	6,90%		
Κόστος δανεισμού (μετά φόρων)	4,49%		
Κεφαλαιακή διάρθρωση, % ιδίων κεφαλαίων	25%		

Συγχωνεύσεις και εξαγορές μεταξύ εισηγμένων στο ΧΑΑ εταιριών, 1999-2001

Απορροφώσα εταιρία	Δραστηριότητα	Απορροφώμενη εταιρία	Δραστηριότητα	%
1999				
Singular	Πληροφορική	Multirama	Hardware, software	-
ETANE	Κατασκευές	Ευκλείδης	Κατασκευές	Συγχώνευση (0,9:1)
Νηρέας	Τρόφιμα	Σαράντης	Τρόφιμα	-
ΑΕΓΕΚ	Κατασκευές	ΕΚΤΕΡ	Κατασκευές	51
Κυλινδρόμυλοι	Άλευρα	Μύλοι	Άλευρα	-
Λούλη		Αγίου Γεωργίου		50,01
Alpha Credit Bank	Τράπεζα	Ιονική Τράπεζα	Τράπεζα	Συγχώνευση μέσω εξαγοράς
Infoquest	Πληροφορική	Ergodata	Πληροφορική	Συγχώνευση (1:6,9)
Δωρική	Τράπεζα επενδύσεων	Telesis	Χρηματιστηριακή	100 ^a
Παπαέλληνας Καλλυντικά Α.Ε.	Καλλυντικά	Σπόρτσμαν Α.Ε.	Ένδυση	-
Consolidated Eurofinance Holdings	Συμμετοχών	Τράπεζα Εργασίας	Τράπεζα	Συγχώνευση μέσω εξαγοράς
Τράπεζα Πειραιώς	Τράπεζα	ΣΕΓΕΚ	Χρηματιστηριακές υπηρεσίες	-
Τράπεζα Πειραιώς	Τράπεζα	ΤΕΡΝΑ	Κατασκευές	-
Telesis	Χρηματιστηριακή	Δίας	Επενδύσεις χαρτοφυλακίου	85
Κλωστήρια Ναούσης Α.Ε.	Κλωστούφαντουργία	Κ. Δούδος Α.Ε.	Κλωστούφαντουργία	10,10
Επιχειρήσεις Αττικής	Συμμετοχών	Strintzis Lines	Ακτοπλοία	40,20
Ελληνική Τεχνοδομική	Κατασκευές	Άκτωρ	Κατασκευές	50,01
Blue Circle Industries	Τσιμέντα	ΑΓΕΤ	Τσιμέντα	54,50
Μηχανική	Κατασκευές	Balkan Export	Ξυλεία	80
Κλωνατέξ	Συμμετοχών	Γιαννούσης	Κλωστούφαντουργία	12,50
2000				
Singular	Πληροφορική	Delta Πληροφορική	Πληροφορική	Συγχώνευση μέσω απορρόφησης
Singular-Delta	Πληροφορική	Space Hellas	Πληροφορική	23,10
Πουλιάδης & Συνεργάτες	Πληροφορική	Despec Helleas	Πληροφορική	34,00
Μπαλάφας Κατασκευαστική Συμμετοχών	Συμμετοχών	Μύλοι Αγίου Γεωργίου	Άλευρα	Εξαγορά
Δέλτα συμμετοχών	Συμμετοχών	Goody's	Εστιατόρια	25,40
Όμιλος Δομική Κρήτης	Κατασκευές	Ικτίνος Ελλάς	Μάρμαρα	10
Όμιλος Σελόντα	Ιχθυοτροφεία	Nireus	Ιχθυοτροφεία	10,80

Αποτίμηση επιχειρήσεων, η μελέτη περίπτωσης της ΟΤΕ Leasing

Απορροφώσα εταιρία	Δραστηριότητα	Απορροφώμενη εταιρία	Δραστηριότητα	%
Νηρεύς	Ιχθυοτροφεία	Ελληνικές Ιχθυοκαλλιέργειες	Ιχθυοτροφεία	16,20
Hyatt-Regency	Ξενοδοχεία και τυχερά παίγνια	Λάμψα	Ξενοδοχεία	15
Notos Com	Συμμετοχών	Remek	Φάρμακα, καλλυντικά	51,10
Alpha Bank	Τράπεζα	Alpha Finance	Χρηματοιστηριακές υπηρεσίες	Συγχώνευση μέσω απορρόφησης
ΔΟΛ	Εκδόσεις	Paperpack Τσουκαρίδης	Χάρτου	31,40
ΓΕΚ	Κατασκευές	Κέκροψ	Διαχείρισης ακινήτων	18,90
ΓΕΚ	Κατασκευές	Ερμής	Διαχείρισης ακινήτων	10,40
Δέλτα συμμετοχών	Συμμετοχών	Κυλινδρόμυλοι Παπαφίλη	Άλευρα	79,40
2001				
Kraft	Τρόφιμα	Παυλίδης	Είδη ζαχαροπλαστικής	100% μέσω δημόσιας πρότασης
Panafon A.E. Τηλεπικοινωνιών	Τηλεπικοινωνίες	Unifon A.E.	Πληροφορική και τηλεπικοινωνίες	-
Δέλτα συμμετοχών	Συμμετοχών	Goody's	Εστιατόρια	60
Altec ABEE	Είδη λύσης πληροφορικής	Sysware A.E.	Πληροφορική	Συγχώνευση
Altec ABEE	Είδη λύσης πληροφορικής	Unisoft A.E.	Πληροφορική	Συγχώνευση
Κλωστήρια Ναούσης Α.Ε.	Κλωστ/ντουργιά	Κ. Δούδος Α.Ε.	Κλωστ/ντουργιά	Συγχώνευση
ΑΓΕΤ Ηρακλής	Τσιμέντα	Τσιμέντα Χαλκίδας Α.Ε.	Τσιμέντα	Συγχώνευση (1:13,5)
Notos Com Συμμετοχές Α.Ε.	Συμμετοχών	Παπαέλληνας Καλλυντικά Α.Ε.	Καλλυντικά	
Notos Com Συμμετοχές Α.Ε.	Συμμετοχών	Σπόρτσμαν Α.Ε.	Ένδυση	-
Notos Com Συμμετοχές Α.Ε.	Συμμετοχών	Ένδυση Α.Ε.	Χονδρικό Εμπόριο	-
Notos Com Συμμετοχές Α.Ε.	Συμμετοχών	Αφοί Λαμπρόπουλοι Α.Ε.	Λιανικό Εμπόριο	-
Ιατρικό Αθηνών ΕΑΕ	Υγεία	Ιατρικό Αθηνών Κλ. Παλαιού Φαλήρου Α.Ε.	Υγεία	Συγχώνευση (0,678:1.0)

^a Αντίστροφη συγχώνευση: τελικά η Telesis εξαγόρασε τη Δωρική έπειτα από έκδοση δικαιωμάτων ύψους 51 δισ. δρχ. (περίπου 153 εκατ. ευρώ).

Πηγή: Ετήσιες εκθέσεις Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, εκθέσεις χρηματοιστηριακών αναλυτών, δημοσιεύματα Τύπου.

10.3 Αποτίμηση εμπορικού ονόματος

Σε αυτό το έγγραφο, επανεξετάζουμε διάφορες μεθόδους που χρησιμοποιούνται για να εκτιμήσουμε τα εμπορικά σήματα. Μεταξύ τους, βρίσκονται εκείνες οι μέθοδοι των Interbrand, Damodaran, Financial World, σύμβουλοι αξιολόγησης Houlihan, Market Facts, Young & Rubicam και CDB ερευνητές & σύμβουλοι. Ειδικότερα, αναλύουμε σε βάθος τις αξιολογήσεις της Kellogg και της Coca Cola που πραγματοποιήθηκαν από τον Damodaran και τη μέθοδο που προτείνεται από την Interbrand. Ο Damodaran εκτίμησε το εμπορικό σήμα της Coca Cola σε 24.6 δισεκατομμύριο δολάρια το 1993 και σε 102.6 δισεκατομμύριο δολάρια σε 1998.

Τα τελευταία χρόνια, πολλοί έχουν μιλήσει για την αξία του διανοητικού κεφαλαίου των επιχειρήσεων. Εντούτοις, σχεδόν όλες οι μελέτες για το θέμα αυτό είναι ιδιαίτερα περιγραφικές και μακριά από μία ποσοτική αξιολόγηση. Είναι δύσκολο να προσδιορίσουμε τι είναι το διανοητικό κεφάλαιο της επιχείρησης είναι, και περισσότερο εάν σκοπεύουμε να εκτιμήσουμε το ανθρώπινο κεφάλαιο της επιχείρησης και το εμπορικό σήμα ξεχωριστά.

Ο στόχος μας είναι να παρουσιάσουμε τους περιορισμούς διάφορων μεθόδων που προτείνονται για την εκτίμηση των εμπορικών σημάτων και του διανοητικού κεφαλαίου, μέσα στα όρια που επιβάλλονται από την ίδια τη φύση του εμπορικού σήματος, να διατυπώσουμε τις κατευθυντήριες γραμμές για την εκτίμηση του πώς δημιουργείται αξία μέσω της μελέτης των εμπορικών σημάτων και του διανοητικού κεφαλαίου (intellectual capital). Προτείνουμε επίσης, ένα σχέδιο για τον προσδιορισμό των παραμέτρων που επηρεάζουν την αξία του εμπορικού σήματος.

Οι σύμβουλοι Interbrand εκτίμησαν το εμπορικό σήμα της Coca Cola σε 72,5 δισεκατομμύριο δολάρια και το εμπορικό σήμα της Microsoft σε 70,2 δισεκατομμύριο δολάρια. Η αναλογία μεταξύ της αξίας εμπορικών σημάτων και της κεφαλαιοποίησης αγοράς κυμάνθηκε μεταξύ 1% για Pampers, 2% για τη Shell, και 77% για την Apple και Nike. Για την Coca Cola ήταν 59%, 14% για την Pepsico και 52% για την Kellogg. Στις 16 Φεβρουαρίου 2001, η εφημερίδα Expansion δημοσίευσε έναν κατάλογο με την αξία των εμπορικών σημάτων των

μεγάλων ομάδων της Formula 1 και των κύριων ποδοσφαιρικών ομάδων. Οι σύμβουλοι FutureBrand αξιολόγησαν το πραγματικό εμπορικό σήμα της Real Μαδρίτης στα 155 εκατομμύριο δολάρια και το εμπορικό σήμα της Barcelona άξιζε 85 εκατομμύριο δολάρια. Η πρώτη ερώτηση που έρχεται να απασχολήσει είναι εάν αυτές οι αξιολογήσεις είναι αξιόπιστες. Η δεύτερη ερώτηση είναι εάν η εκτίμηση των εμπορικών σημάτων επιτυγχάνει τίποτα χρήσιμο.

Table 1. The 80 most valuable brands in 2000 (in billion dollars), according to Interbrand

		Brand value				Brand value				Brand value				
Company	Country	2000	1999	Company	Country	2000	1999	Company	Country	2000	1999			
1	Coca-Cola	USA	72.5	83.8	28	BMW	Germany	13.0	11.3	55	Colgate	USA	4.4	3.6
2	Microsoft	USA	70.2	56.7	29	Kodak	USA	11.5	14.8	56	Wingley's	USA	4.3	4.4
3	IBM	USA	53.2	43.8	30	Heinz	USA	11.5	11.8	57	Chanel	France	4.1	3.1
4	P&G	USA	48.4		31	Budweiser	USA	10.7	8.5	58	adidas	Germany	3.8	3.6
5	Nestle	Switzerland	40.3		32	Xerox	USA	9.1	11.2	59	Panasonic	Japan	3.7	
6	Intel	USA	39.0	30.0	33	Dell	USA	9.5	9.0	60	Rolex	Switzerland	3.6	2.4
7	Nokia	Finland	38.5	20.7	34	Gap	USA	9.3	7.9	61	Hertz	USA	3.4	3.5
8	General Electric	USA	38.1	33.5	35	Nike	USA	8.0	8.2	62	Bacardi	Cuba	3.2	2.9
9	Unilever	UK	37.1		36	Volkswagen	Germany	7.8	6.8	63	BP	UK	3.1	3.0
10	Ford	USA	36.4	33.2	37	Ericsson	Sweden	7.2	14.8	64	Moët/Chandon	France	2.8	2.8
11	Disney	USA	33.8	32.3	38	Kellogg's	USA	7.4	7.1	65	Shell	UK	2.8	2.7
12	McDonald's	USA	27.8	28.2	39	Louis Vuitton	France	6.5	4.1	66	Burger King	USA	2.7	2.8
13	AT&T	USA	25.5	24.2	40	Pepsi-Cola	USA	6.6	5.9	67	Smirnoff	Russia	2.4	2.3
14	Marlboro	USA	22.1	21.0	41	Apple	USA	6.6	4.3	68	Barbie	USA	2.3	3.8
15	Mercedes	Germany	21.1	17.8	42	MTV	USA	6.4		69	Heineken	Holland	2.2	2.2
16	Hewlett-Packard	USA	20.8	17.1	43	Yahoo!	USA	6.3	1.8	70	Wall Street Journal	USA	2.2	
17	Cisco Systems	USA	20		44	SAP	Germany	6.1		71	Ralph Lauren	USA	1.8	1.6
18	Toyota	Japan	18.3	12.3	45	IKEA	Sweden	6.0	3.5	72	Johnnie Walker	UK	1.5	1.6
19	Citibank	USA	18.3	9.1	46	Duracell	USA	5.9		73	Hilton	USA	1.5	1.3
20	Gillette	USA	17.4	15.9	47	Philips	Holland	5.8		74	Jack Daniels	USA	1.5	
21	Sony	Japan	16.4	14.2	48	Samsung	Korea	5.2		75	Armani	Italy	1.5	
22	Amex	USA	16.1	12.6	49	Gucci	Italy	5.2		76	Pampers	USA	1.4	1.4
23	Honda	Japan	15.2	11.1	50	Kleenex	USA	5.1	4.8	77	Starbucks	USA	1.3	
24	Diageo	UK	14.8		51	Reuters	UK	4.9		78	Guinness	Ireland	1.2	1.3
25	Compaq	USA	14.6		52	AOL	USA	4.5	4.3	79	Financial Times	UK	1.1	
26	Nescafé	Switzerland	13.7	17.6	53	amazon.com	USA	4.5	1.4	80	Benetton	Italy	1	
27	Colgate Palmolive	USA	13.6		54	Motorola	USA	4.4	3.6					

Table 2. Value of the brands of soccer and formula 1 teams (in million dollars), according to FutureBrand

Manchester United	259	Juventus	102	Arsenal	82	Ferrari	110
Real Madrid	155	Liverpool	85	Inter Milan	76	McLaren Mercedes	106
Bayern Munich	150	F.C. Barcelona	85	Rangers	53	Williams BMW	79

Τα τελευταία χρόνια, ιδιαίτερα από τη δημοσίευση του βιβλίου του David Aaker " Διαχείριση εμπορικού σήματος: Κεφαλαιοποίηση της αξίας ενός εμπορικού σήματος" ⁴, ο αριθμός των συμβούλων επιχειρήσεων και ερευνητικών δοκιμών που προτείνουν μεθόδους αξιολόγησης ενός εμπορικού σήματος έχουν αυξηθεί πάρα πολύ.

Η προσπάθεια το αξίζει επειδή, στο τρέχον ανταγωνιστικό περιβάλλον, πολλοί θεωρούν ότι το εμπορικό σήμα αποτελεί το σημαντικότερο εμπορικό και θεσμικό προτέρημα πολλών επιχειρησιακών τομέων. Πολλοί άνθρωποι ενδιαφέρονται να

⁴ Aaker, David (1991), *Managing Brand Equity: Capitalizing on the Value of a Brand Name*, Free Press, New York.

μάθουν πώς θα δημιουργήσουν ένα ισχυρό και με διάρκεια εμπορικό σήμα. Ένα ουσιαστικό μέρος αυτής της διαδικασίας είναι ο προσδιορισμός των οδηγών αξίας (value drivers) κάθε εμπορικού σήματος, δηλαδή οι βασικές παράμετροι για τη δημιουργία, διαχείριση και μέτρηση της αξίας ενός εμπορικού σήματος.

Όπως θα δούμε, η πρώτη δυσκολία που συναντιέται είναι η εύρεση ενός ακριβή ορισμού του εμπορικού σήματος. Αυτό απαιτεί να μάθουμε ποιο μέρος των ταμιακών ροών που παράγονται από την επιχείρηση πρόκειται να αποδοθούν στο εμπορικό σήμα ή διαφορετικά ποιες ροές η επιχείρηση θα παρήγαν εάν δεν είχε το εμπορικό σήμα που επιθυμούμε να αποτιμήσουμε.

Υπάρχει πολλή σύγχυση για την αξία εμπορικών σημάτων. Το 2000, μια εθνική εφημερίδα δημοσίευσε ότι σύμφωνα με έναν διάσημο καθηγητή του Μάρκετινγκ, "η αξία ενός εμπορικού σήματος μπορεί να είναι μέχρι τρεις φορές περισσότερο από την κεφαλαιοποίηση της αγοράς". Προφανώς, αυτό είναι ένα εννοιολογικό λάθος.

10.3.1. Μέθοδοι εκτίμησης εμπορικών σημάτων

Διάφοροι συγγραφείς και συμβουλευτικές εταιρίες έχουν προτείνει διαφορετικές μεθόδους για την αξιολόγηση εμπορικών σημάτων.

Όλες οι μέθοδοι θεωρούν ότι η αξία ενός εμπορικού σήματος είναι:

1. Η αγοραστική αξία των μετοχών της επιχείρησης.
 2. Η διαφορά μεταξύ της αγοραστικής αξίας και της λογιστικής αξίας των μετοχών της επιχείρησης (αγοραστική προστιθέμενη αξία). Άλλες εταιρίες ποσοτικοποιούν την αξία του εμπορικού σήματος ως τη διαφορά μεταξύ της αγοραστικής αξίας των μετοχών και της προσαρμοσμένης λογιστικής αξίας ή προσαρμοσμένης καθαρής αξίας (αυτή η διαφορά καλείται υπεραξία).
 3. Η διαφορά μεταξύ της αγοραστικής αξίας και της λογιστικής αξίας των μετοχών της επιχείρησης μείον διευθυντική εμπειρία της διοικητικής ομάδας (διανοητικό κεφάλαιο).
 4. Η αξία αντικατάστασης του εμπορικού σήματος
-

4.1. Παρούσα αξία της ιστορικής επένδυσης στο μάρκετινγκ και promotions.

4.2. Εκτίμηση της επένδυσης διαφήμισης που απαιτείται για να επιτύχει το παρόν επίπεδο εμπορικού σήματος αναγνώρισης.

5. Η διαφορά μεταξύ της αξίας της μαρκαρισμένης επιχείρησης και αυτής μιας άλλης παρόμοιας επιχείρησης με ανώνυμα (unbranded) προϊόντα (γενικά προϊόντα ή ιδιωτικές ετικέτες). Για να ποσοτικοποιήσουν αυτήν την διαφορά, διάφοροι συγγραφείς και συμβουλευτικές εταιρίες προτείνουν τις ακόλουθες μεθόδους:

5.1. Παρούσα αξία του πριμ τιμών (price premium) (όσον αφορά μια ιδιωτική ετικέτα) που πληρώνεται από τους πελάτες για το συγκεκριμένο εμπορικό σήμα

5.2. Παρούσα αξία του πρόσθετου όγκου (όσον αφορά μια ιδιωτική ετικέτα) που οφείλεται στο εμπορικό σήμα

5.3. Το ποσό των ανωτέρω δύο τιμών

5.4. Το άθροισμα όλων των παραπάνω μείον, τις συγκεκριμένες δαπάνες σήματος και τις επενδύσεις. Αυτό είναι πιο σωστή μέθοδος, από μια εννοιολογική άποψη. Ωστόσο, είναι πολύ δύσκολο να καθοριστούν οι διαφορικές παράμετροι μεταξύ του επώνυμου και του unbranded προϊόντος, δηλαδή η διαφορική τιμή, ο όγκος, οι δαπάνες προϊόντων, τα ΓΒΕ, οι επενδύσεις, οι πωλήσεις και οι διαφημιστικές δραστηριότητες.

5.5. Η διαφορά μεταξύ των λόγων [τιμή / πωλήσεις] της επώνυμης επιχείρησης και της unbranded επιχείρησης που πολλαπλασιάζεται με τις πωλήσεις της επιχείρησης. Αυτή η μέθοδος χρησιμοποιείται από τον Damodaran για να εκτιμήσει τα εμπορικά σήματα της Kellogg και της Coca Cola, όπως θα δούμε στην παράγραφο 4. Στην παράγραφο 5, παραθέτουμε μια σειρά προβλημάτων ή λαθών που αυτές οι αξιολογήσεις περιέχουν.

5.6. Διαφορικές αποδοχές (μεταξύ της επώνυμης επιχείρησης και της unbranded επιχείρησης) που πολλαπλασιάζονται με ένα πολλαπλασιαστή. Όπως θα δούμε περαιτέρω, αυτή είναι η μέθοδος που χρησιμοποιείται από τη συμβουλευτική εταιρία Interbrand.

6. Η παρούσα αξία των καθαρών ταμειακών ροών της επιχείρησης μείον τα περιουσιακά στοιχεία που χρησιμοποιούνται που πολλαπλασιάζονται με την

απαραίτητη απόδοση. Αυτή είναι η μέθοδος που χρησιμοποιείται από τους συμβούλους αξιολόγησης Houlihan και αναλύεται στην παράγραφο 9.

7. Οι επιλογές πώλησης σε μια υψηλότερη τιμή ή / και μια μεγαλύτερη ποσότητα και οι επιλογές ανάπτυξης μέσω νέου δίαυλου διανομής, νέων χωρών, νέων προϊόντων, νέων σχημάτων... που οφείλονται στην ύπαρξη του εμπορικού σήματος.

10.3.2. Αξιολόγηση του εμπορικού σήματος "για ποιους" και

"για ποιο σκοπό"

Κατά την εκτίμηση ενός εμπορικού σήματος, είναι ιδιαίτερα σημαντικό **"για ποιους"** καθορίζεται η αξία, δεδομένου ότι η αξία του εμπορικού σήματος δεν είναι η ίδια για την επιχείρηση που είναι κάτοχος του εμπορικού σήματος όπως για μια επιχείρηση με ένα ανταγωνιστικό εμπορικό σήμα ή για μια άλλη επιχείρηση που αναπτύσσει δραστηριότητες στη βιομηχανία με ένα εμπορικό σήμα που δεν ανταγωνίζεται άμεσα με το συγκεκριμένο.

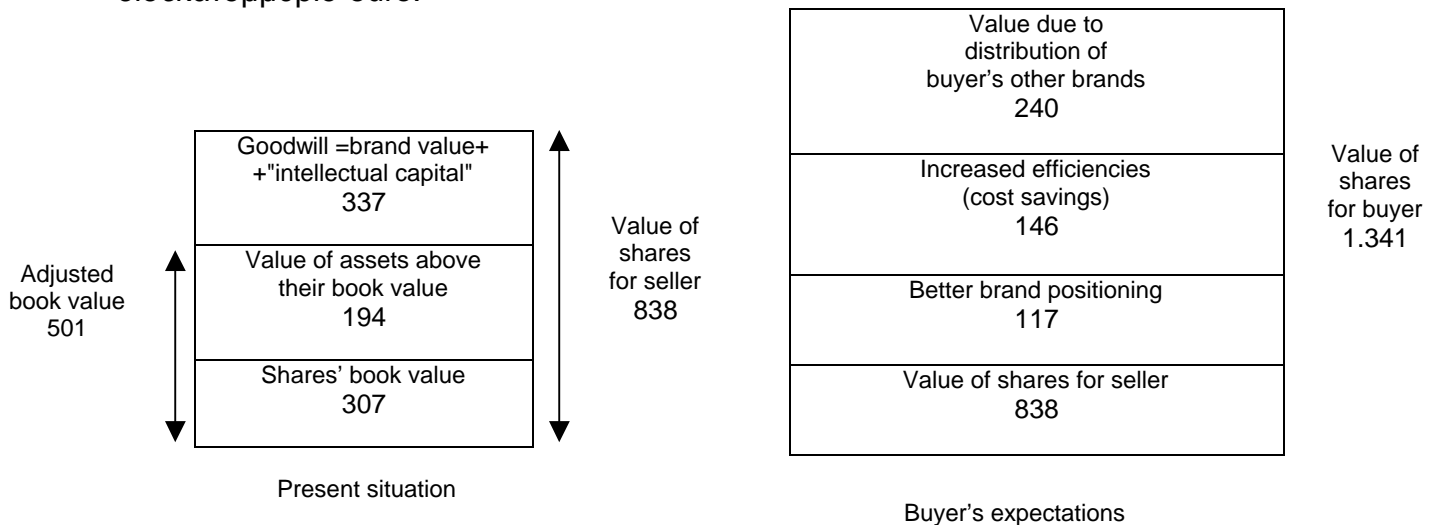
Επιπλέον, είναι πολύ σημαντικό να προσδιοριστεί **"για ποιο σκοπό "** θα καθοριστεί η αξία ενός εμπορικού σήματος, εάν πρόκειται να το πωλήσει ή να συλλέξει μια σειρά δικαιωμάτων ή να διευκολύνει τη διαχείριση του εμπορικού σήματος ή για να κεφαλαιοποιήσει την αξία του στον ισολογισμό και να το αποσβέσει έπειτα.

Ένα παράδειγμα θα μας βοηθήσει να καταλάβουμε τη σημασία αυτής της διαφοράς. Το σχήμα 1 παρουσιάζει δύο αξιολογήσεις των ιδίων κεφαλαίων μιας επιχείρησης καταναλωτικών προϊόντων: αυτή που γίνεται από τον πωλητή (παρούσα κατάσταση) και αυτή που γίνεται από τον αγοραστή (προσδοκίες του αγοραστή). Η διοικητική ομάδα του πωλητή υπολόγισε την αξία σε μετοχές επιχείρησης (που υποθέτουν ότι θα συνεχίσει να διοικεί την επιχείρηση) σε 838 εκατομμύριο euro.

Η εξαγοράζουσα διοικητική ομάδα της επιχείρησης (που λαμβάνει υπόψη τις προσδοκίες της) εκτίμησε τις μετοχές της επιχείρησης σε 1.341 δισεκατομμύριο

euro. Η διαφορά ($1.341 - 838 = 503$) οφείλονται στην τοποθέτηση του παρόντος εμπορικού σήματος (117 εκατομμύρια): αποταμίευση στις πωλήσεις, διανομή, ΓΒΕ και δαπάνες παραγωγής (146 εκατομμύρια) και την αξία της διανομής των άλλων εμπορικών σημάτων του αγοραστή μέσω των καναλιών της επιχείρησης (240 εκατομμύρια).

Η διοικητική ομάδα του πωλητή υποστήριξε ότι η αξία του εμπορικού σήματος (συμπεριλαμβανομένου του διανοούμενου κεφαλαίου) κάτω από τη διαχείρισή του ήταν 337 εκατομμύρια. Ωστόσο, είναι προφανές ότι η αξία του εμπορικού σήματος (και η αξία της επιχείρησης) εξαρτάται από το "για ποιον". Είναι επίσης προφανές ότι "για ποιον" σχετίζεται με το "για ποιο σκοπό": η διοικητική ομάδα του αγοραστή θα χρησιμοποιούσε τα προτερήματα της επιχείρησης και το εμπορικό σήμα με διαφορετικό τρόπο από τη διοικητική ομάδα του πωλητή. Είναι επίσης προφανές ότι η αξία των μετοχών και το εμπορικό σήμα θα ήταν διαφορετικά για έναν άλλο ενδεχόμενο αγοραστή. Το παράδειγμα δίνει έμφαση στη δυσκολία του χωρισμού του τι είναι αξία εμπορικών σημάτων και τι είναι διανοητικό κεφάλαιο. Τέλος, οι μετοχές πωλήθηκαν για 1,05 δισεκατομμύριο euro.



10.3.3. Αξιολόγηση του εμπορικού σήματος που χρησιμοποιεί τη διαφορά των λόγων τιμής προς πωλήσεις⁵

Γίνεται η υπόθεση ότι οι καθαρές ταμιακές ροές (ΚΤΡ) μεγαλώνουν με ρυθμό g μέχρι το χρόνο n και από το χρόνο $n + 1$ αυξάνουν με ρυθμό g_n . Επομένως, οι ΚΤΡ για το χρόνο n είναι: $FCF_n = FCF_1(1 + g)^{n-1}$ και οι ΚΤΡ για το χρόνο $n + 1$ είναι: $FCF_{n+1} = FCF_1(1 + g)^{n-1}(1 + g_n)$

Η αξία της εταιρίας ισούται με το άθροισμα των ιδίων κεφαλαίων (E) και του χρέους (D)

$$(1) (E + D)_0 = \frac{FCF_1}{WACC - g} \left[1 - \frac{1 + g}{1 + WACC} \right]^n + \frac{FCF_1(1 + g)^{n-1}(1 + g_n)}{(WACC - g_n)(1 + WACC)^n}$$

όπου $WACC$ =μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου και FCF =ΚΤΡ Με απλοποιήσεις έχουμε:

$$(2) (E + D)_0 = \frac{FCF_0(1 + g)}{WACC - g} \left[1 - \frac{1 + g}{1 + WACC} \right]^{n-1} \frac{g - g_n}{WACC - g_n}$$

Όμως: (3) $FCF = NOPAT - \Delta NFA - \Delta WCR$

Όπου $NOPAT$ =Καθαρά λειτουργικά κέρδη μετά φόρων και ΔWCR =η αύξηση στις απαιτήσεις σε κεφάλαιο κίνησης. Διαιρώντας την 3 με τις πωλήσεις (S) έχουμε:

$$\frac{FCF}{S} = \frac{NOPAT}{S} - \frac{\Delta NFA}{S} - \frac{\Delta WCR}{S}$$

$$\text{όμως: } \frac{\Delta NFA}{S} + \frac{\Delta WCR}{S} = \frac{\Delta NFA + \Delta WCR}{\Delta S} \frac{\Delta S}{S} = \frac{NFA + WCR}{S} g$$

$$\text{Με αντικατάσταση παίρνουμε: } \frac{FCF}{S} = \frac{NOPAT}{S} - \frac{NFA + WCR}{S} g \quad (4)$$

Τώρα, διαιρώντας τη (2) με τις πωλήσεις (S) και λαμβάνοντας υπόψη την (4) έχουμε την (5):

⁵ Pablo Fernández "Valuation of brands and Intellectual capital", JEL December 21, 2001, IESE Business School

$$\frac{E + D}{S} = \frac{NOPAT}{S} - \frac{NFA + WCR}{S} g \frac{(1 + g)}{WACC - g} 1 - \frac{1 + g}{1 + WACC}^{n-1} \frac{g - g_n}{WACC - g_n}$$

Τώρα, υποθέτουμε ότι έχουμε μία επώνυμη εταιρία και μία “ανώνυμη” (generic)

$$(6) \text{ BrandValue} = \frac{E + D}{S}_{\text{brand}} - \frac{E + D}{S}_{\text{generic}} \text{Sales}$$

Εδώ όμως, επιδιώκουμε την αποτίμηση της επωνυμίας και όχι όλης της εταιρίας. Επομένως για να αποτιμήσουμε μόνο την αξία των ιδίων κεφαλαίων της εταιρίας θα χρησιμοποιήσουμε αντί για τον τύπο (1) τον παρακάτω τύπο:

$$(7) E_0 = \frac{ECF_1}{Ke - g} 1 - \frac{1 + g}{1 + Ke}^n + \frac{ECF_1(1 + g)^{n-1}(1 + g_n)}{(Ke - g_n)(1 + Ke)^n}$$

όπου Ke: το κόστος των ιδίων κεφ. και όπου ECF: οι ταμιακές ροές των ιδίων κεφαλαίων και ισούνται με τα κέρδη μετά φόρων (PAT) πολλαπλασιασμένα με την απόδοσή τους (p). Διαιρώντας την (7) με τις πωλήσεις έχουμε:

$$(8) \frac{E}{S} = \frac{PAT}{S} \frac{(1 + g)p}{Ke - g} 1 - \frac{1 + g}{1 + Ke}^n + \frac{PAT}{S} \frac{p_n(1 + g)^n(1 + g_n)}{(Ke - g_n)(1 + Ke)^n}$$

Με την ίδια λογική που ακολουθήσαμε προηγουμένως, μπορούμε να υποθέσουμε ένα λόγο ιδίων κεφαλαίων προς τις πωλήσεις για μία επώνυμη και μία “ανώνυμη” εταιρία και να υπολογίσουμε όπως παραπάνω την αξία της επωνυμίας.

$$(9) \text{ BrandValue} = \frac{E}{S}_{\text{brand}} - \frac{E}{S}_{\text{generic}} \text{Sales}$$

10.3.4. Αξιολογήσεις των εμπορικών σημάτων της Kellogg’s και της Coca Cola από τον Damodaran⁶

Ο Damodaran παρουσιάζει δύο εφαρμογές της μεθόδου που περιγράφεται στο προηγούμενο τμήμα για την Kellogg και την Κόκα Κόλα. Χρησιμοποιεί τους

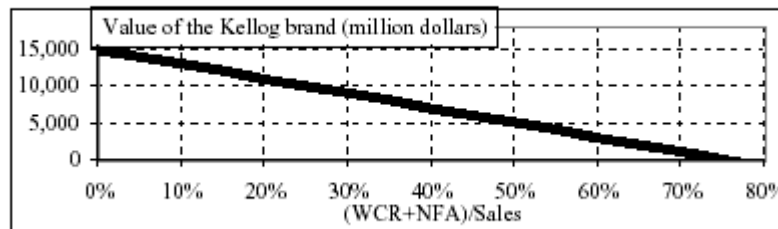
⁶ Damodaran, Aswath (1994), *Damodaran on Valuation*, John Wiley and Sons, New York.

τύπους (5) και (6) για την Kellogg και τους τύπους (8) (Υποθέτοντας ότι η αναλογία $(WCR+NFA)/S$ παραμένει σταθερό.) και (9) στην κόκα κόλα. Ο πίνακας 3 περιέχει και τις δύο αξιολογήσεις. Στην αξιολόγηση της Kellogg, ο Damodaran υπολογίζει την αύξηση γ με τον πολλαπλασιαστή ROA χρησιμοποιώντας το λόγο του εισοδήματος που είναι $(1 - payout)$. Στην αξιολόγηση της κόκα κόλα, υπολογίζει την αύξηση g με τον πολλαπλασιασμό του ROES χρησιμοποιώντας το λόγο $(1 - payout)$, και το ROES είναι ο λόγος των εσόδων προς τις πωλήσεις και που πολλαπλασιάζεται με το κλάσμα (S/Ebv) . Παρατηρήστε ότι στην περίπτωση της Kellogg, υποτίθεται ότι η αύξηση των πάγιων και οι απαιτήσεις κεφαλαίου κίνησης (WCR) είναι μηδέν. Σε μια άλλη επόμενη αξιολόγηση, που εκτελείται το 1998, εκτίμησε την αξία του ονόματος της Κόκα Κόλα σε περισσότερα από 100 δισεκατομμύριο δολάρια.

10.3.5. Ανάλυση της αποτίμησης του Damodaran⁷

Στην αποτίμηση υποθέτει ότι $(WCR+NFA)/S$ είναι μηδέν. Ωστόσο, πρόσφατα αυτός ο λόγος για την Kellogg's ήταν περίπου 50%. Χρησιμοποιώντας αυτό το ποσοστό η αξία της επωνυμίας ισούται με 5.118 εκατ. δολάρια (\$). Το σχήμα 2 δείχνει την ανάλυση ευαισθησίας για την αξία της στις μεταβολές του λόγου $(WCR+NFA)/S$.

Figure 2. Sensitivity of the value of the Kellogg brand to the $(WCR+NFA)/Sales$ ratio



⁷ Damodaran, Aswath (1996), *Investment Valuation*, John Wiley and Sons, New York.

10.3.5.1. Δυσκολίες στην εκτίμηση παραμέτρων που χαρακτηρίζουν ένα “γενικό” όνομα ή ένα private label.

Ο πίνακας 4 δείχνει την ευαισθησία, σύμφωνα με τη μεθοδολογία του Damodaran στις μεταβολές του λόγου NOPAT/S και του ρυθμού ανάπτυξης. Παρατηρούμε ότι όταν αυξάνεται η ανάπτυξη του προϊόντος και ο λόγος NOPAT/S, τότε η αξία της επωνυμίας μειώνεται σημαντικά⁸.

Table 4. Sensitivity of the value of the Kellogg brand to the NOPAT/Sales ratio and growth of the generic product

NOPAT/S	growth of the generic							
	6%	8%	8.40%	10%	12%	14%	16%	18%
5%	17,389	16,996	16,864	16,536	16,077	15,552	14,961	14,436
6.72%	15,749	15,158	15,027	14,568	13,911	13,255	12,468	11,680
8%	14,502	13,846	13,649	13,124	12,337	11,484	10,630	9,712
10%	12,533	11,680	11,549	10,827	9,843	8,859	7,743	6,562
14%	8,662	7,481	7,284	6,234	4,922	3,478	1,969	328
16%	6,693	5,381	5,118	3,937	2,428	787	-919	-2,756
18%	4,790	3,281	2,953	1,706	0	-1,837	-3,806	-5,906
20%	2,822	1,181	853	-525	-2,428	-4,528	-6,693	-8,990

10.3.5.2. Υποθέτει ότι οι τρέχουσες πωλήσεις της “ανώνυμης” εταιρίας είναι ίδιες με εκείνες της επώνυμης εταιρίας.

Στο διάγραμμα 3 απεικονίζονται οι δύο καταστάσεις. Η επώνυμη εταιρία, στο αριστερό διάγραμμα, παρουσιάζει μεγαλύτερο όγκο πωλήσεων και μεγαλύτερες ταμιακές (τέτοια παραδείγματα είναι οι Kellogg's, η Coca-Cola, η Pepsi-Cola και η Marlboro). Δεξιά απεικονίζεται μία επώνυμη εταιρία που έχει μεγαλύτερες ταμιακές ροές αλλά μικρότερες πωλήσεις (τέτοια παραδείγματα αποτελούν οι Mercedes, η Rolex και η Moët&Chandon). Συναντάται επίσης η περίπτωση να έχει η επώνυμη εταιρία μικρότερες ταμιακές ροές και περισσότερες πωλήσεις (τέτοια παραδείγματα αποτελούν η Amazon, η Ikea, η Bic και η Wal-Mart).

⁸ Damodaran, Aswath (1998), www.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/eqnotes/brand.pdf.

4. Οι υποθέσεις για τη μελλοντική αύξηση της επώνυμης επιχείρησης και αυτής της επιχείρησης με ένα ανώνυμο προϊόν είναι λίγες, πολύ άκαμπτες και αφορούν τα παρακάτω:

- ρυθμός ανάπτυξης εμπορικού ονόματος (ή / και εταιρικής επωνυμίας)
- ρυθμός ανάπτυξης των εσόδων
- μέσος ρυθμός ανάπτυξης των πωλήσεων
- μερίδια αγοράς
- χρηματιστηριακή κεφαλαιοποίηση και κέρδη των μετόχων

10.3.6. Μέθοδος αποτίμησης Interbrand⁹

Ο πίνακας 2 δείχνει την κατάταξη που δημοσίευσε η Interbrand το 2000 των 80 ακριβότερων επωνυμιών. Η Interbrand αποτιμά την επωνυμία πολλαπλασιάζοντας τα “διαφορικά” έσοδα της εταιρίας με ένα πολλαπλασιαστή που προκύπτει από την ποσοτικοποίηση εκείνων των παραγόντων, που σύμφωνα με την Interbrand, καθορίζουν τη δύναμη του ονόματος. Ο πίνακας 6 περιλαμβάνει τα βήματα αυτής της μεθόδου.

Table 6. An example of the calculation of the brand's differential earnings according to Interbrand

<i>(million dollars)</i>	year -2	year -1	year 0	forecast year +1
Earnings before interest and taxes (EBIT)	820	920	824	900
- private label EBIT	300	320	340	360
Brand's differential EBIT	520	600	484	540
Inflation adjustment factor	1.10	1.05	1.00	
Present value of the brand's differential EBIT	572	630	484	
Weighting factor	1	2	3	
Brand's weighted differential EBIT			547	
Allowance for future reduction of EBIT			-	
Capital remuneration			-162	
Brand's differential earnings before tax			385	
Tax			135	
Brand's differential earnings			250	

⁹ Η Interbrand είναι μια πολυεθνική εξειδικευμένη στη δημιουργία, τη στρατηγική, την έρευνα, το σχέδιο, το νόμο και την αξιολόγηση εμπορικών σημάτων. (www.interbrand.com)

Προκειμένου να υπολογιστεί ο πολλαπλασιαστής που εφαρμόζεται στις “διαφορικά” έσοδα του εμπορικού σήματος, η Interbrand υπολογίζει τη “δύναμη των εμπορικών σημάτων”, η οποία αποτελείται από επτά παράγοντες:

1. *Ηγεσία.* Ένα κύριο εμπορικό σήμα είναι πιο σταθερό και έχει περισσότερη αξία από ένα άλλο εμπορικό σήμα με ένα χαμηλότερο μερίδιο αγοράς, επειδή η ηγεσία επηρεάζει την αγορά, τη δύναμη να τεθούν οι τιμές, τον έλεγχο των διαύλων διανομής, την αντίσταση στους ανταγωνιστές, κ.λ.π.
2. *Σταθερότητα.* Εμπορικά σήματα που έχουν παγιωθεί κατά τη διάρκεια μεγάλων χρονικών περιόδων ή που απολαμβάνουν έναν υψηλό βαθμό καταναλωτικής πίστης αξιολογούνται υψηλά σε αυτόν τον παράγοντα.
3. *Αγορά.* Ένα εμπορικό σήμα σε μία σταθερά αναπτυσσόμενη αγορά με υψηλά εμπόδια εισόδου θα αξιολογηθεί υψηλά σε αυτόν τον παράγοντα.
4. *Διεθνοποίηση.* Τα εμπορικά σήματα που λειτουργούν στις διεθνείς αγορές έχουν περισσότερη αξία από τα εθνικά ή περιφερειακά εμπορικά σήματα. Εντούτοις, δεν είναι σε θέση να κάμψουν όλα τα εμπορικά σήματα τα πολιτιστικά και εθνικά εμπόδια.
5. *Τάση.* Η τάση ενός εμπορικού σήματος να κρατάει ενημερωμένους τους καταναλωτές του και να ανταποκρίνεται στις ανάγκες τους, αυξάνει την αξία της.
6. *Υποστήριξη.* Τα εμπορικά σήματα στα οποία έχουν γίνει μεγάλες επενδύσεις και έχουν στηριχθεί πρέπει να θεωρηθούν πολυτιμότερα. Η ποσότητα και η ποιότητα αυτής της υποστήριξης εξετάζονται επίσης.
7. *Προστασία.* Η ευρωστία και το εύρος της προστασίας του εμπορικού σήματος (“νομικό μονοπώλιο”) είναι κρίσιμοι παράγοντες στην αξιολόγησή του.

Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει ένα παράδειγμα για το πώς τέσσερα εμπορικά σήματα που ανήκουν στις διαφορετικές αγορές είναι βαθμολογημένα.

Αποτίμηση επιχειρήσεων, η μελέτη περίπτωσης της ΟΤΕ Leasing

Brand A. Μία διεθνής επωνυμία καθιερωμένη στα είδη υγιεινής για πολλά χρόνια. Είναι νούμερο 1 ή 2 ανάλογα με τη χώρα
 Brand B. Κορυφαία εθνική επωνυμία στη βιομηχανία τροφίμων. Δραστηριοποιείται σε ώριμη και σταθερή αγορά αλλά όπου οι προτιμήσεις τείνουν προς τα προμαγειρευμένα και έτοιμα φαγητά. Οι εξαγωγές της εταιρίας είναι περιορισμένες, και η νομική προστασία βασίζεται περισσότερο στο αστικό παρά σε δικαιώματα ευρεσιτεχνίας - πατέντες.

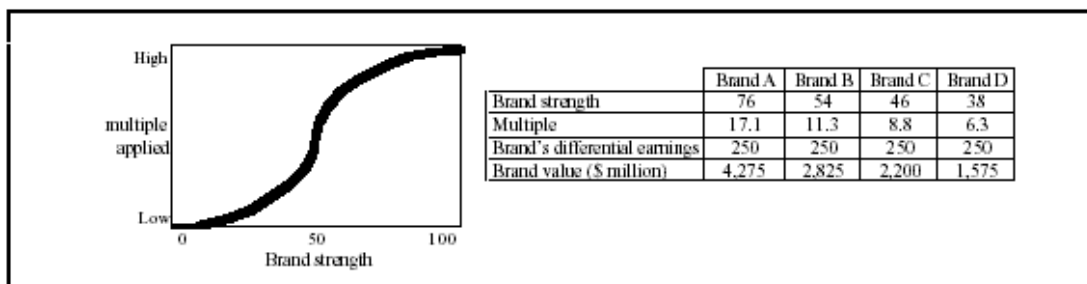
Brand C. Εθνική δευτεραθλήτρια επωνυμία στα ποτά με καλές προοπτικές ανάπτυξης που εισήχθηκε εδώ και 5 χρόνια. Η αγορά είναι αναπτυσσόμενη. Το προϊόν στηρίχθηκε αρκετά αλλά είναι νωρίς για να φανούν τα αποτελέσματα. Η επωνυμία δεν αντιμετωπίζει προβλήματα με τις πατέντες στην ημεδαπή. Σκοπός του είναι η διεθνής τοποθέτηση.

Brand D. Μία λίγο γνωστή τοπική επωνυμία σε σταθερή αγορά με υψηλά εμπόδια εισόδου.

Παράγοντες ισχύς	Μέγιστη βαθμολογία	Brand A	Brand B	Brand C	Brand D
Ηγεσία	25	19	19	10	7
Σταθερότητα	15	12	9	7	11
Αγορά	10	7	6	8	6
Διεθνοποίηση	25	18	5	2	0
Τάση	10	7	5	7	6
Υποστήριξη	10	8	7	8	5
Προστασία	5	5	3	4	3
Ισχύς επωνυμίας	100	76	54	46	38

Όπως φαίνεται από τον πίνακα 8 η αξία της επωνυμίας που μετριέται με τον πολλαπλασιαστή ακολουθεί μία γραμμή σχήματος σίγμα. Η μέγιστη τιμή του πολλαπλασιαστή καθορίζεται από το P/E στη χρηματιστηριακή αγορά. Και στις τέσσερις περιπτώσεις, υποθέτουμε ότι οι διαφορικές αποδοχές του εμπορικού σήματος είναι 250 εκατομμύρια δολάρια.

Figure 8. Valuation of the four brands according to Interbrand



Συμπεράσματα για τη μέθοδο της Interbrand¹⁰

Η ποσοτικοποίηση των εσόδων που προέρχονται από το εμπορικό όνομα μιας εταιρίας ή ενός είναι ένα ιδιαίτερα υποκειμενικό θέμα. Επιπλέον, εμπορικά σήματα όπως η Κόκα Κόλα ή η Pepsi-Cola δεν είναι εξίσου ισχυρά σε όλες τις αγορές ούτε σε όλα τα προϊόντα

Εντούτοις, η ανάλυση των παραγόντων δύναμης για κάθε εμπορικό σήμα ανά γεωγραφική περιοχή όπως φαίνεται στο σχήμα επιτρέπει να γίνονται συγκρίσεις οι οποίες μπορούν να παρέχουν τις οδηγίες για τον προσδιορισμό των γενικών κατευθυντήριων γραμμών που προσθέτουν αξία στο εμπορικό σήμα μιας επιχείρησης και αυξάνουν τη δύναμή του και επομένως, την αξία του.

10.3.7. Μέθοδος αποτίμησης από την Financial World

Μία από τις πιο γνωστές κατατάξεις εμπορικών σημάτων είναι αυτή της Financial World που χρησιμοποιεί μια απλουστευμένη έκδοση της μεθόδου Interbrand, που αποτελείται από τον υπολογισμό της διαφοράς μεταξύ των εσόδων ενός εμπορικού σήματος και των εσόδων που πρέπει να παράγει ένα ανώνυμο παρόμοιο προϊόν. Αυτή η διαφορά καλείται "καθαρό έσοδο από την επωνυμία". Τέλος, στην μέθοδο FW υπολογίζεται επίσης ένα πολλαπλάσιο που αφορά τη δύναμη του εμπορικού σήματος. Το αποτέλεσμα είναι η αξία του εμπορικού σήματος. Αυτό το πρότυπο καθορίζει τη δύναμη του εμπορικού σήματος με την ανάλυση πέντε συστατικών: την ηγεσία, τη σταθερότητα (καταναλωτική πίστη), τη διεθνοποίηση της επωνυμίας, τη συνεχή σημασία του εμπορικού σήματος μέσα στη βιομηχανία του, και την ασφάλεια της ιδιοκτησίας του εμπορικού σήματος. Οι περιορισμοί της μεθόδου είναι ίδιοι με εκείνους της μεθόδου της Interbrand.

¹⁰ Interbrand, www.interbrand.com

Table 8. The most valuable brands in 1996 according to Financial World (million dollars)

brand	Brand value	brand	Brand value
1 Marlboro	44,614	6 Kodak	13,267
2 Coca-Cola	43,427	7 Kellogg's	11,409
3 McDonald's	18,920	8 Budweiser	11,026
4 IBM	18,491	9 Nestlé	10,527
5 Disney	15,358	10 Intel	10,499

10.3.8. Μέθοδος αποτίμησης της συμβουλευτικής εταιρίας

Houlihan¹¹

Σύμφωνα με αυτή τη μέθοδο η αξία της επωνυμίας ισούται με την παρούσα αξία των καθαρών ταμιακών ροών της εταιρίας μείον τα περιουσιακά στοιχεία που χρησιμοποιήθηκαν πολλαπλασιασμένα με μία αναμενόμενη απόδοση. Ένα παράδειγμα φαίνεται στον πίνακα 9.

Table 9. Brand valuation according to Houlihan Valuation Advisors (\$ million)

Assets employed	Required return	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Working capital requirements (WCR)	6%	90.0	91.8	93.6	95.5	97.4	99.4
Net fixed assets	9%	225.0	229.5	234.1	238.8	243.5	248.4
Intangible assets	14%	75.0	76.5	78.0	79.6	81.2	82.8
Patents	15%	10.0	10.2	10.4	10.6	10.8	11.0
Proprietary technology	20%	15.0	15.3	15.6	15.9	16.2	16.6
Company's free cash flow		44.080	44.887	46.956	49.112	51.361	53.705
- Assets employed X required return		-40.645	-41.458	-42.291	-43.133	-43.995	-44.875
Free cash flow attributable to brand		3.435	3.429	4.665	5.979	7.366	8.830
Value of brand		50.34 = present value (brand's free cash flow, 16%). Growth after 2005 = 4%					

10.3.9. Άλλες μέθοδοι που χρησιμοποιούν συμβουλευτικές

εταιρίες

Η εταιρία *Market Facts* έχει αναπτύξει μία μέθοδο που την ονομάζει “μέθοδο μετατροπής!” και μετράει τη δύναμη των ψυχογραφικών χαρακτηριστικών της επωνυμίας και τη επιρροή του στους καταναλωτές.. Το μοντέλο διαιρεί τους χρήστες ενός εμπορικού σήματος σε τέσσερις ομάδες βάσει του βαθμού

¹¹Houlihan
www.houlihan.com/services/brand_article/brand_article.htm

πιστότητας στην επωνυμία: πολύ πιστός, μέσος, επιφανειακός και μετατρέψιμος. Ταξινομεί επίσης τους μη χρήστες βάσει της προθυμίας τους να δοκιμάσουν το εμπορικό σήμα: προσίτος, αμφιλεγόμενος, ελαφρώς απρόσιτος και έντονα απρόσιτος. Τα αποτελέσματα δηλώνουν ότι η διαφορά μεταξύ του μεγέθους των μετατρέψιμων και προσιτών τμημάτων είναι ένας σημαντικός δείκτης της μελλοντικής υγείας του εμπορικού σήματος.

Η *Young & Rubicam* το δείκτη αποτίμησης επωνυμίας (Brand Asset Valuator), ο όποιος χωρίζει τη σύνδεση μεταξύ του εμπορικού σήματος και του καταναλωτή σε δύο περιοχές: ανθεκτικότητα και ποιότητα. Στη συνέχεια, η ανθεκτικότητα του εμπορικού σήματος μπορεί να υποδιαιρεθεί στη σχετικότητα και τη διαφοροποίηση και η ποιότητα του εμπορικού σήματος μπορεί να υποδιαιρεθεί στην εκτίμηση και την οικειότητα. Σύμφωνα με τη *Young & Rubicam*, το γεγονός ότι ένα εμπορικό σήμα διαφοροποιείται δεν σημαίνει ότι οι καταναλωτές επιθυμούν να το αγοράσουν, πρέπει επίσης να είναι σχετικό. Ένα εμπορικό σήμα έχει την εκτίμηση όταν εκτιμά ο καταναλωτής την ποιότητά του. Η οικειότητα είναι τότε ο καταναλωτής ξέρει το εμπορικό σήμα. Και οι δύο παράγοντες πρέπει να είναι παρόντες για την ποιότητα του εμπορικού σήματος για να είναι υψηλοί. Αυτή η μέθοδος επιτρέπει μόνο μια ποιοτική αξιολόγηση του εμπορικού σήματος. Η *CDB Research & Consulting* πραγματοποίησε μία τηλεφωνική έρευνα 1.191 αναλυτών και διευθυντών επενδυτικών εταιριών και τους ζήτησε να αξιολογήσουν 1.000 εταιρίες βάσει 8 παραγόντων:: δυνατότητα για μειώσεις δαπανών, καινοτομία, απουσία ρυθμιστικών προβλημάτων, ιδιοκτησία εμπορικών σημάτων, πελάτης πίστη, ικανότητα για αύξηση των πωλήσεων, των σχέσεων των υπαλλήλων, και της δυνατότητας για βελτίωση της παραγωγικότητας. Κλήθηκαν να εκτιμήσουν τις επιχειρήσεις από 1 έως 10 για κάθε έναν από τους αυτούς 8 παράγοντες. Χρησιμοποιώντας αυτά τα αποτελέσματα, ένας δείκτης υπολογίστηκε (*κρυμμένος δείκτης αξίας*) για κάθε επιχείρηση και οι 389 επιχειρήσεις για τις οποίες οι ικανοποιητικές απαντήσεις λήφθηκαν ταξινομήθηκαν.

10.4. Προσδιοριστικοί παράγοντες της αξίας της επωνυμίας

Ο πίνακας 10 υποθέτει ότι η επιχειρηματική αξία είναι το ποσό της αξίας μιας επιχείρησης προϊόντων συν την αξία του εμπορικού σήματος. Το (γενικό) προϊόν, όπως και το εμπορικό σήμα, συμβάλλει εν μέρει στην αξία της επιχείρησης. Αυτό που καθιστά την αξιολόγηση εμπορικών σημάτων διαφορετική είναι η δύσκολη κατανόηση της αξίας που προσδίδει στην εταιρία και ο δύσκολος τρόπος μέτρησης αυτής. Στην περίπτωση μιας επιχείρησης η οποία διαχειρίζεται ένα όνομα (ένα εμπορικό σήμα) και χορηγεί άδεια χρησιμοποίησής του σε άλλες επιχειρήσεις (προνόμια) σε αντάλλαγμα για την πληρωμή ορισμένων δικαιωμάτων, αυτή η δυσκολία εξαφανίζεται επειδή η μόνη δραστηριότητα της επιχείρησης είναι να διαχειρίζεται το εμπορικό σήμα της. Εντούτοις, εάν η επιχείρηση κατασκευάζει και πωλεί τα προϊόντα, η δυσκολία βρίσκεται στον καθορισμό ποιου μέρους των ρών μετρητών αντιστοιχεί στο εμπορικό σήμα, και ποιου μέρους των ρών μετρητών αντιστοιχεί στο γενικό προϊόν.

Table 10. Brand value and main factors affecting it (brand value drivers)

BRAND VALUE						
Differential flows		Required return				Communication
Differential return expectations	Differential growth expectations	Risk-free interest	Market risk premium	Differential operating risk	Differential financial risk	Quality perceived and offered

Οι κύριοι παράγοντες που έχουν επιπτώσεις στις προσδοκίες απόδοσης είναι:

- Περίοδος ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος
- Προτερήματα που χρησιμοποιούνται
- Περιθώριο στις πωλήσεις, δηλαδή η διαφορά μεταξύ των διαφορικών τιμών και των δαπανών.
- Κανονισμός. Προστασία εμπορικών σημάτων
- Καταναλωτική πίστη
- Συναισθηματικά οφέλη

Οι κύριοι παράγοντες που έχουν επιπτώσεις στις προσδοκίες αύξησης είναι:

- Σχέσεις σήμα-πελατών
- Εμπόδια εισόδου
- Αποκτήσεις / αποσπερήσεις

- Ηγεσία
- Ανταγωνιστική δομή βιομηχανίας
- Νέες επιχειρήσεις / προϊόντα
- Τεχνολογική πρόοδος
- Πραγματικές επιλογές ανάπτυξης

Οι κύριοι παράγοντες που έχουν επιπτώσεις στο λειτουργικό κίνδυνο είναι:

- Νομοθεσία.
- Η διεθνοποίηση του εμπορικού σήματος
- Αγορά / προς αγορά εμπορικό σήμα
- Κίνδυνος που γίνεται αντιληπτός από την αγορά
- Χρηματοδότηση επιχείρησης

Οι κύριοι παράγοντες που έχουν επιπτώσεις στον οικονομικό κίνδυνο είναι:

- Εμπορικό σήμα / ρευστότητα επιχείρησης
- Μέγεθος εμπορικών σημάτων
- Διαχείριση κινδύνων

10.5. Ποιος είναι ο σκοπός αποτίμησης των εμπορικών σημάτων;

Αν και υπάρχουν ανεπάρκειες στις μεθόδους αξιολόγησης και δυσκολία στον καθορισμό των ροών των μετρητών που αποδίδονται στο εμπορικό σήμα, εντούτοις, η διαδικασία αξιολόγησης εμπορικών σημάτων είναι πολύ χρήσιμη, δεδομένου ότι βοηθά να προσδιορίσει και να αξιολογήσει τους οδηγούς αξίας εμπορικών σημάτων. Αυτή η αξιολόγηση αποτελείται από τη σύγκριση των οδηγών αξίας ενός εμπορικού σήματος με εκείνους άλλων εμπορικών σημάτων / επιχειρήσεων, με τους προηγούμενους οδηγούς του εμπορικού σήματος και με τους προτεινόμενους στόχους. Η διαδικασία αξιολόγησης εμπορικών σημάτων αυξάνει το ποσό πληροφοριών που κατέχει η επιχείρηση για το εμπορικό σήμα της και πρέπει να αναπτυχθούν έτσι ώστε μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως διοικητικό εργαλείο για τη δημιουργία αξίας. Μια καλή διαδικασία αξιολόγησης εμπορικών σημάτων είναι ένα εργαλείο που βοηθάει τη διατήρηση μιας συνεπούς

στρατηγικής κατά τη διάρκεια του χρόνου και ορίζει τους πόρους μάρκετινγκ με συνέπεια.

10.6. Η αξία του εμπορικού ονόματος ως χρηματοοικονομικό δικαίωμα

Ένα εμπορικό σήμα μπορεί να θεωρηθεί ως χρηματοοικονομικό δικαίωμα που παρέχει αυτήν την περίοδο ορισμένα περιθώρια κέρδους ανά μονάδα υψηλότερα από εκείνα ενός ανώνυμου προϊόντος με μικρότερο όγκο πωλήσεων, και με θετικές μελλοντικές προσδοκίες (όπως: γεωγραφική επέκταση, ανάπτυξη μέσω της χρήσης των νέων διαύλων διανομής, μέσω πρόσθετης διαφοροποίησης, μέσω της χρήσης νέων σχημάτων, μέσω της δυνατότητας διείσδυσης σε νέες αγορές, απόσυρση που διευκολύνεται με την χρήση των προνομίων). Προϋπόθεση της αποτελεσματικής διαχείρισης εμπορικών σημάτων είναι να ληφθούν υπόψη οι πραγματικές επιλογές που παρέχονται από το εμπορικό σήμα για τη λήψη σωστών αποφάσεων που αυξάνουν την αξία αυτών των επιλογών. Αυτό είναι δυνατό μόνο με μια σωστή μακροπρόθεσμη ανάλυση επειδή οι αποφάσεις που έχουν επιπτώσεις στην αξία πρέπει να παρθούν πριν (μερικές φορές αρκετά έτη πριν) αποφασιστούν και διαμορφωθούν οι επιλογές.

10.7. Λογιστική εμπορικών σημάτων

Τα εμπορικά σήματα μιας επιχείρησης είναι συχνά τα σημαντικότερα περιουσιακά της στοιχεία, σημαντικότερα ακόμη και από τα πάγια των οποίων η αξία συμπεριλαμβάνεται στους απολογισμούς. Έχουν μια πραγματική αξία και πωλούνται μεταξύ των επιχειρήσεων σε μια σχετικά τακτική βάση. Οι επιχειρήσεις μπορούν να καταβάλουν μεγάλα ποσά των χρημάτων για αυτά και επομένως, πρέπει να περιληφθούν ως περιουσιακά στοιχεία στον ισολογισμό. Βέβαια, πολλοί υποστηρίζουν ότι είναι αδύνατο (ή τουλάχιστον πολύ δύσκολο) να διατεθούν οι τιμές στα εμπορικά σήματα χωριστά από τις επιχειρήσεις που τις δημιουργούν. Είναι δυνατό να οριστεί μια αξία σε ένα εμπορικό σήμα που έχει

αλλάξει πρόσφατα τα χέρια, αλλά ο συνυπολογισμός των "home-grown" εμπορικών σημάτων είναι ιδιαίτερα επικίνδυνος, επειδή δεν υπάρχει καμία γενικά αποδεκτή μέθοδος αξιολόγησης. Τα εμπορικά σήματα κεφαλαιοποίησης θα βελτίωναν τις εταιρικές αποδοχές με κόστος στις ταμειακές ροές.

10.8. Αξιολόγηση του διανοητικού κεφαλαίου

Τα τελευταία χρόνια, πολλοί έχουν μιλήσει για την αξία του διανοητικού κεφαλαίου των επιχειρήσεων. Ωστόσο, σχεδόν όλες οι μελέτες για το θέμα είναι περισσότερο περιγραφικές παρά πρακτικές. Τον Απρίλιο του 1997, ο Johan Ross και Göran Ross δημοσίευσαν το άρθρο "μια δεύτερη γενιά ICP Practices". Στο πρώτο μέρος του άρθρου, περιγράφουν και αναλύουν τις "πρώτης γενιάς" διανοητικές κύριες πρακτικές, τη συστηματική απεικόνιση και τη μέτρηση των διαφορετικών μορφών διανοητικού κεφαλαίου. Οι "δεύτερης γενιάς" διανοητικές κύριες πρακτικές επεκτείνονται με την παγίωση των μετρήσεων σε έναν συνολικό διανοητικό κύριο δείκτη (IC), ο οποίος είναι η διαφορά μεταξύ της αγοραστικής αξίας μιας επιχείρησης και της λογιστικής αξίας του. Σύμφωνα με τη Skandia, μια μεγάλη σουηδική ασφάλεια και μια επιχείρηση οικονομικών υπηρεσιών, το ολοκληρωμένο κύκλωμα αποτελείται από το ανθρώπινο δυναμικό και το δομικό κεφάλαιο. Το *ανθρώπινο δυναμικό* αντιπροσωπεύει τη γνώση, την ικανότητα και τη δυνατότητα των υπαλλήλων να παρέχουν τις ικανοποιητικές λύσεις για τους πελάτες. Το *δομικό κεφάλαιο* είναι αυτό που παραμένει όταν οι υπάλληλοι πηγαίνουν στο σπίτι: βάσεις δεδομένων, αρχεία πελατών, λογισμικό, εγχειρίδια, εμπορικά σήματα, δομές οργάνωσης, κ.λ.π. Υποδιαιρείται περαιτέρω σε τρεις εστίαση ολοκληρωμένου κυκλώματος: η ανανέωση και η ανάπτυξη στρέφονται, εστίαση πελατών, και εστίαση διαδικασίας. Ο πίνακας 11 παρουσιάζει την εφαρμογή του προτύπου *πλοηγών* σε ένα από τα τμήματα: Αμερικανικό Skandia¹⁶. Σύμφωνα με τη Skandia, αυτός ο τύπος έκθεσης παρέχει μια συστηματικότερη περιγραφή της δυνατότητας και της δυνατότητας της επιχείρησης να μετασχηματίσει το διανοητικό κεφάλαιο στο οικονομικό κεφάλαιο.

Ωστόσο, ο τρόπος που τα βλέπουμε, είναι απλά μια σειρά στοιχείων όσον αφορά τον κύκλο εργασιών που περιγράφονται με μερικούς κλάσματα αποδοτικότητας.

Table 11. American Skandia. Report on the company's potential for converting intellectual capital into financial capital

	1997 (6)	1995		1997 (6)	1995
FINANCIAL FOCUS			HUMAN FOCUS		
Return on invested funds	12.8%	28.7%	Number of full-time employees	509	300
Operating margin (MSEK)	516	355	Number of managers	87	81
Value added/employee (SEK 000s)	1,477	1904	Female managers	42	28
CLIENT FOCUS			Training expenses/employee (SEK 000s)		
Number of contracts	160,087	87,836	PROCESS FOCUS		
Savings/contract (SEK 000s)	480	380	Number of contracts/employee	315	293
Redemption ratio	4.3%	4.1%	Administrative expenses/gross premiums (%)	3.1%	3.3%
Points of sale	40,063	18,012	IT expenses/administrative expenses (%)	5.7%	13.1%
RENEWAL AND DEVELOPMENT FOCUS			Time spent processing new contracts (days)		
Increase in net premiums	35.0%	29.9%	7		
Development expenses/admin. Expenses	8.7%	10.1%	8		
Staff under 40	71%	81%			

Source: Skandia

Ο τύπος που δίνουν οι Roos και Roos¹² για να εκτιμήσει το διανοητικό κεφάλαιο είναι:

Αξία ιδίων κεφαλαίων = βαθμός χρήσης X (αξία αντικατάστασης + διανοητικό κεφάλαιο) + ε

Σύμφωνα με τους συγγραφείς, ε είναι η αξία της επιχείρησης που δεν έχει καμία λογική εξήγηση και το επίπεδο χρήσης είναι η αναλογία μεταξύ της αξίας των ιδίων κεφαλαίων και της "πιθανής" αξίας του. Αυτός ο τύπος είναι καλύτερος έναντι του να υποθέσει κανείς ότι το διανοητικό κεφάλαιο είναι η διαφορά μεταξύ της αγοραστικής αξίας των μετοχών και της λογιστικής αξίας, αλλά ο υπολογισμός του επιπέδου χρήσης και του ε παραμένει δύσκολος και υποκειμενικός.

¹² Roos, J., G. Roos, L. Edvinsson, and L. Dragonetti (1997), *Intellectual Capital; Navigating in the New Business Landscape*, Macmillan.