

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΚΑΙ ΜΗ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ

Η εργασία υποβάλλεται για τη μερική κάλυψη των απαιτήσεων με
στόχο την απόκτηση του διπλώματος

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΔΙΠΛΩΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΗ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ

ΑΠΟ ΤΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΓΕΡΟΓΙΑΝΝΟΠΟΥΛΟΣ ΣΠΥΡΟΣ

ΤΜΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ

ΠΕΙΡΑΙΑΣ 2007

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΚΑΙ ΜΗ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ

ΔΗΛΩΣΗ

Η παρούσα εργασία είναι πρωτότυπη και εκπονήθηκε αποκλειστικά και μόνο για την απόκτηση του Μεταπτυχιακού Διπλώματος του Προγράμματος Σπουδών « ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΗ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ» του Τμήματος Οικονομικής Επιστήμης του Πανεπιστημίου Πειραιώς.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Το παρόν κείμενο αποτελεί μια ανάλυση της διαδικασίας της αποτίμησης και εξυπηρετεί τόσο ακαδημαϊκούς σκοπούς όσο και σκοπούς της σύγχρονης επιχειρηματικής πρακτικής.

Κινητήριοι μοχλός για αυτή την προσπάθεια είναι η ανάγκη που υπάρχει να χρησιμοποιηθεί ένα μέρος της γνώσης που αφορά τόσο την χρηματοοικονομική όσο και την οικονομική επιστήμη ώστε να επιλυθούν πρακτικά προβλήματα των επιχειρήσεων. Το θέμα της αποτίμησης έχει αποτελέσει αντικείμενο πολύ εκτενούς ανάλυσης στο εξωτερικό τόσο σε ακαδημαϊκό όσο και σε επιχειρηματικό επίπεδο με αποτέλεσμα να έχουν αναπτυχθεί αρκετές μέθοδοι και πρακτικές οι οποίες βασίζονται σε μεγάλο βαθμό σε θεμελιώδεις αρχές. Οι μέθοδοι αυτές χωρίζονται σε δύο κατηγορίες α)στις απόλυτες μεθόδους που μπορούν να εφαρμοστούν στο σύνολο των εταιρειών και β) στα σχετικά μοντέλα που αφορούν μόνο εισηγμένες εταιρείες. Επιπρόσθετα έχουν αναπτυχθεί αρκετές εμπειρικές μελέτες και πρακτικές που έχουν δώσει τροφή για περαιτέρω έρευνα.

Το παρόν κείμενο περιλαμβάνει δύο μέρη ανάλυσης. Στο πρώτο μέρος επιχειρείται η θεωρητική προσέγγιση της αποτίμησης, η λογική της καθώς και η παρουσίαση των κυριότερων μεθόδων που χρησιμοποιούνται. Επίσης εξηγούνται οι περιπτώσεις στις οποίες εφαρμόζεται η αποτίμηση ενώ συγκρίνονται και οι διάφορες μέθοδοι μεταξύ τους .

Στο δεύτερο μέρος γίνεται προσπάθεια για εφαρμογή των μεθόδων αποτίμησης σε μία μελέτη περίπτωσης (case study) αποτίμησης μιας εταιρείας εισηγμένης στο Χ.Α.Α. Αυτή η διαδικασία εκτός του αποτελέσματος στο οποίο καταλήγει έχει

σκοπό τον εντοπισμό των προβλημάτων που προκύπτουν κατά την αποτίμηση και καταλήγει σε μία σειρά από συμπεράσματα.

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Προτού προχωρήσω στην ανάλυση του θέματος θα ήθελα να ευχαριστήσω όλους εκείνους που συνέβαλλαν στην ολοκλήρωση της.

Καταρχάς κρίνω επιβεβλημένο να εκφράσω τις ευχαριστίες μου στον επιβλέποντα καθηγητή Κο Πρόδρομο Ευθύμογλου για την πολύτιμη βοήθεια του , η οποία ήταν καθοριστική για την περάτωση του κειμένου καθώς επίσης και για την πολυετή συνεισφορά του στην ακαδημαϊκή μου επιμόρφωση. Επίσης θέλω να ευχαριστήσω και όσους με βοήθησαν στη συλλογή των στοιχείων και στην αντιμετώπιση δυσκολιών που συνάντησα κατά τη διαδικασία.

Τέλος θα πρέπει να ευχαριστήσω τους γονείς μου για την συμπαράσταση που έδειξαν στην προσπάθεια μου αυτή.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 - ΕΙΣΑΓΩΓΗ	1
1.1 ΕΝΝΟΙΑ ΤΗΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ	1
1.2 ΣΚΟΠΟΣ ΤΗΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ	3
1.3 ΠΟΙΟΥΣ ΕΠΗΡΕΑΖΕΙ	5
1.4 ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΤΗΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ	6
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο - ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ	8
2.1 ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΑΠΟΛΥΤΩΝ ΜΟΝΤΕΛΩΝ	10
2.1.1. Μοντέλο Προεξόφλησης των Μερισμάτων (Dividend Discount Model- DDM)	10
Το Γενικό Μοντέλο	10
2.1.2 Μοντέλο Προεξόφλησης των Αδέσμευτων Ταμειακών Ροών (Discount Cash flow Model - DCFM).....	15
2.1.3 Μοντέλο Υπερκερδών (Residual Income Valuation Model- RIVM).....	27
2.2 ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΣΧΕΤΙΚΩΝ ΜΟΝΤΕΛΩΝ	29
2.2.1. Τιμή μετοχής / Κέρδη ανά μετοχή (Price / Earnings).....	29
2.2.2. Τιμή μετοχής / Λογιστική αξία (Price / Book Value).....	36
2.2.3. Τιμή μετοχής / Πωλήσεις (Price / Sales)	38
2.2.4 Τιμή μετοχής / Χρηματοροές (Price / Cash Flow).....	39
2.2.5 Γενικές παρατηρήσεις για την ανάλυση με δείκτες	40
2.2.6. Δομικά Προβλήματα Αριθμοδεικτών	41
2.3. ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΑΠΟΛΥΤΩΝ ΚΑΙ ΣΧΕΤΙΚΩΝ ΜΟΝΤΕΛΩΝ	42
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο - ΕΙΣΑΓΩΓΗ - ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ	44
3.1. ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ	45
3.2. ΣΥΝΟΠΤΙΚΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΗΣ LOXI	49
ΑΝΑΛΥΣΗ S.W.O.T	50
3.3 ΠΟΡΕΙΑ ΜΕΤΟΧΗΣ (2 έτη)	52
3.4. ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΚΛΑΔΟΥ – ΑΓΟΡΑΣ	54
3.5. ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΙΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ	61
3.6. ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟΣ ΣΧΕΔΙΑΣΜΟΣ 2007 – 2011	64
3.7. ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ (WACC)	70
3.8. ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΕ DISCOUNTED DIVIDEND MODEL	73
3.9. ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΕ ΤΗ ΜΕΘΟΔΟ DISCOUNTED CASH FLOW	75
3.10 ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΕ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΟΝΤΕΛΑ – ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ	78

3.11. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ - ΣΧΟΛΙΑ.....	81
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	82
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α΄	85
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Β΄	88
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Γ΄	89
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	90

ΜΕΡΟΣ Α΄

ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΤΗΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 - ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1.1 ΕΝΝΟΙΑ ΤΗΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Επικρατεί μια σύγχυση όσον αφορά το τι είναι αποτίμηση μιας εταιρείας ή γενικώς αποτίμηση. Πολλοί εννοούν τη λογιστική αποτίμηση, άλλοι την αντιλαμβάνονται ως τον υπολογισμό της αγοραίας αξίας δηλαδή την αξία που διαμορφώνεται από την προσφορά και τη ζήτηση σε μια οργανωμένη αγορά.

Στην πραγματικότητα αποτίμηση είναι η διαδικασία μετατροπής των προβλέψεων σε μια εκτίμηση για την αξία της επιχείρησης ή ενός περιουσιακού της στοιχείου. Η διαδικασία αυτή περιλαμβάνει την επιλογή άριστης κεφαλαιακής διάρθρωσης της επιχείρησης, τη διαμόρφωση στρατηγικής, τις επενδυτικές προτάσεις αναλυτών, τις εξαγορές και τις συγχωνεύσεις καθώς και σημαντική πληροφόρηση π.χ. για την πιστοληπτική ικανότητα της επιχείρησης.

Κάθε επιχείρηση, με την ίδρυση της, αξίζει όσο και το μετοχικό κεφάλαιο που συγκεντρώνεται από τους μετόχους. Από τη στιγμή εκείνη ανάλογα με τις επενδυτικές αποφάσεις που θα εφαρμοστούν και τις αντίστοιχες επιχειρηματικές κινήσεις που θα πραγματοποιηθούν η αξία αυτή μεταβάλλεται. Όσο η επιχείρηση αναπτύσσεται, πραγματοποιεί κέρδη και επεκτείνει τις δραστηριότητες της η αξία αυτή αυξάνεται. Αντίθετα αν είναι ζημιογόνος, είναι ευάλωτη σε πολλούς επιχειρηματικούς κινδύνους και έχει περιορισμένες προοπτικές τότε η αξία της

μειώνεται. Εάν η εταιρεία αυτή είναι εισηγμένη σε μια χρηματιστηριακή αγορά οι

μεταβολές αυτές αποτυπώνονται στη χρηματιστηριακή τιμή της επιχείρησης . Η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής όμως δεν αποτελεί τον απόλυτο προσδιοριστικό παράγοντα της αξίας καθώς καθορίζεται από την προσφορά και ζήτηση των επενδυτών οι οποίοι δεν είναι σε θέση να γνωρίζουν τη χρηματοοικονομική κατάσταση, τα επιχειρηματικά σχέδια και αλλά πλάνα που επηρεάζουν την κατάσταση της εν λόγω επιχείρησης. Οι λογιστικές καταστάσεις καθώς και τα ενημερωτικά δελτία που δημοσιεύονται περιλαμβάνουν περιορισμένες πληροφορίες. Έτσι οι επενδυτές δεν έχουν την απαιτούμενη πληροφόρηση.

Ο κυριότερος παράγοντας που επηρεάζει την τιμή μιας μετοχής είναι το προσδοκώμενο μέρισμα που θα αποφέρει στους μετόχους. Από την οικονομική θεωρία άλλωστε η τιμή της μετοχής είναι ίση με την αξία την παρούσα αξία των μελλοντικών μερισμάτων που θα δώσει η επιχείρηση σύμφωνα με τη σχέση:

$$P_0 = \frac{DIV_1}{1+r} + \frac{DIV_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{DIV_t}{(1+r)^t}$$

Αυτό το κριτήριο προσδιορίζει με επιστημονικά αποδεκτό τρόπο την τιμή της μετοχής και κατά συνέπεια την αξία της επιχείρησης, αφού το γινόμενο του αριθμού των μετοχών επί την τιμή της ισούται με την αξία της επιχείρησης. Επειδή όμως, τόσο σε θεωρητικό όσο και σε πρακτικό επίπεδο είναι σχεδόν αδύνατος ο υπολογισμός αυτός των μελλοντικών μερισμάτων , χρησιμοποιούνται άλλα μοντέλα και μέθοδοι αποτίμησης που θα εξετάσουμε παρακάτω.

1.2 ΣΚΟΠΟΣ ΤΗΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Η αποτίμηση εξυπηρετεί διάφορους σκοπούς οι οποίοι είναι ιδιαίτερα σημαντικοί για τη σύγχρονη χρηματοοικονομική ανάλυση.

Οι κυριότερες λόγοι για τους οποίους γίνεται αποτίμηση είναι οι εξής:

1. Αξιολόγηση επιχειρηματικών γεγονότων.

Ένας από τους κυριότερους σκοπούς τους οποίους εξυπηρετεί η αποτίμηση είναι η επιτάχυνση των εξαγορών, συγχωνεύσεων και απορροφήσεων εταιρειών. Πιο συγκεκριμένα κατά τη διαδικασία της εξαγοράς για να καθοριστεί το τίμημα που πρέπει να πληρωθεί στους μετόχους της εξαγορασθείσας εταιρείας κρίνεται απαραίτητη η αποτίμηση της εταιρείας αυτής και μάλιστα με διάφορες μεθόδους. Ομοίως στις συγχωνεύσεις, προκειμένου να αποφασιστεί η σχέση ανταλλαγής μετοχών πρέπει να αποτιμηθούν και οι δύο εταιρείες (ή περισσότερες) που εμπλέκονται και να καθοριστεί η αξία τους. Επίσης, στις συγχωνεύσεις απαιτείται η αποτίμηση προκειμένου να προσδιοριστεί μια εκτίμηση της νέας οντότητας (εταιρείας) καθώς και τα οφέλη που θα προκύψουν από τη συμφωνία αυτή (συγχώνευση).

2. Αξιολόγηση Στρατηγικών.

Επιπλέον, στα πλαίσια επιλογής εναλλακτικών στρατηγικών σε μια επιχείρηση η αποτίμηση βοηθάει τους μετόχους να αξιολογήσουν της επίδραση που θα έχουν οι στρατηγικές αυτές στην αξία της επιχείρησης.

3. Αποτίμηση μη εισηγμένων εταιρειών.

Σε εταιρείες που οι μετοχές τους δεν διαπραγματεύονται σε κάποια χρηματιστηριακή αγορά κρίνεται απαραίτητη η αποτίμηση έτσι ώστε να

διαπιστωθεί η οικονομική κατάσταση, τα αποτελέσματα και οι προοπτικές της εταιρείας αυτής.

4. Επιλογή μετοχών.

Σε οργανωμένες χρηματιστηριακές αγορές αντίθετα, όπου οι λογιστικές καταστάσεις δημοσιεύονται ανά τακτά χρονικά διαστήματα (υποχρεωτικά από το νόμο) από κάθε εταιρεία είναι δυνατή η αναγνώριση επενδυτικών ευκαιριών πχ. μέσα από υπερτιμημένες και υποτιμημένες μετοχές.

5. Συμπεράσματα για τις προσδοκίες της αγοράς.

Οι τιμές απεικονίζουν τις προσδοκίες της αγοράς για τις μελλοντικές προοπτικές της εταιρείας. Με αυτό τον τρόπο η ανώτερη διοίκηση της εταιρείας μπορεί να βγάλει συμπεράσματα για το πώς αξιολογούν τα ενδιαφερόμενα μέρη (stakeholders) τις επιχειρηματικές τους αποφάσεις και να συγκρίνουν με τις δικές τους αναλύσεις – προβλέψεις.

6. Μηχανισμός διαλόγου.

Μέσα από τη διαδικασία της αποτίμησης αναπτύσσεται διάλογος ανάμεσα στη διοίκηση, τους μετόχους και τους αναλυτές για θέματα που επηρεάζουν την αξία της εταιρείας.

1.3 ΠΟΙΟΥΣ ΕΠΗΡΕΑΖΕΙ

Σε κάποιο επίπεδο σχεδόν κάθε επιχειρηματική απόφαση περιλαμβάνει κάποια μορφή αποτίμησης. Έτσι, υπάρχουν πολλές ομάδες που επηρεάζονται από τη διαδικασία αυτή. Αυτές χωρίζονται σε δύο κατηγορίες: α) σε εσωτερικές και β) σε εξωτερικές.

α) Μέσα στην ίδια την επιχείρηση η διοίκηση που αποφασίζει για τον προϋπολογισμό του κεφαλαίου χρειάζεται να λαμβάνει υπ' όψη της πως ένα συγκεκριμένο πλάνο θα επηρέαζε την αξία της επιχείρησης. Επίσης, ο στρατηγικός σχεδιασμός (που συνήθως πραγματοποιείται από την ανώτερη διοίκηση-Δ.Σ.) εστιάζει στο πως θα επηρεαστεί η αξία της επιχείρησης μετά την εφαρμογή του πραγματοποιώντας περισσότερες και εκτενέστερες ενέργειες.

Επιπλέον, οι μέτοχοι της εταιρείας αξιολογούν τα αποτελέσματα και τα προγράμματα της διοίκησης και ασκούν έλεγχο στις αποφάσεις της (πχ . Γενική Συνέλευση).

β) Εκτός της επιχείρησης πολλοί επενδυτές πραγματοποιούν αποτίμηση προκειμένου να υποστηρίξουν τις αποφάσεις τους για αγορά ή πώληση μετοχών της εκτιμώμενης επιχείρησης ενώ, δυνητικοί αγοραστές εκτιμούν την αξία της επιχείρησης που έχουν στόχο να εξαγοράσουν. Επιπρόσθετα, χρηματοπιστωτικά ιδρύματα παρακολουθούν την εξέλιξη της οικονομικής κατάστασης επιχειρήσεων με τις οποίες συνεργάζονται (πχ. μακροχρόνια δάνεια) και λαμβάνουν τα κατάλληλα μέτρα.

1.4 ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΤΗΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Η αποτίμηση αποτελεί μια ιδιαίτερα αναλυτική και περίπλοκη διαδικασία η οποία προϋποθέτει δύο παράγοντες: α) τη γνώση τόσο της οικονομικής όσο και της χρηματοοικονομικής επιστήμης, γνώση της χρηματιστηριακής αγοράς καθώς και του κλάδου που δραστηριοποιείται η εταιρεία και β) πληροφορίες σχετικά με την εσωτερική οργάνωση της εταιρείας, τις δραστηριότητές της, τα οικονομικά στοιχεία της καθώς και τα επιχειρηματικά της σχέδια.

Πιο συγκεκριμένα, τα στάδια για την εφαρμογή της διαδικασίας της αποτίμησης με τη σειρά είναι:

1. Γνώση και κατανόηση της επιχείρησης.

Είναι πολύ σημαντικό για έναν αναλυτή να γνωρίζει τις λειτουργίες της επιχείρησης, την οργάνωσή της, τους στόχους της, το πώς επιτυγχάνει την κερδοφορία της καθώς και τις δυνάμεις και τις αδυναμίες της. Επιπρόσθετα, είναι απαραίτητη η ανάλυση του κλάδου (ή των κλάδων) δραστηριοποίησης καθώς και του ευρύτερου οικονομικού περιβάλλοντος.

2. Πρόβλεψη των επιδόσεων της εταιρείας.

Διαδοχικά στο στάδιο αυτό εκτιμώντας τα στοιχεία του πρώτου σταδίου και σε συνδυασμό με τα επιχειρηματικά πλάνα της διοίκησης της επιχείρησης, ο αναλυτής είναι σε θέση να εκτιμήσει ποσοτικά την πορεία θεμελιωδών αποτελεσμάτων και δεικτών της επιχείρησης (έσοδα, έξοδα, κόστος κεφαλαίου, δανεισμός, ίδια κεφάλαια, κέρδη) για ένα εύλογο χρονικό διάστημα 5-10 ετών όταν θα πραγματοποιηθούν τα σχεδιαζόμενα πλάνα.

3. Επιλογή του κατάλληλου μοντέλου αποτίμησης.

Αφού γίνουν αυτές οι προβλέψεις, πρέπει να επιλεγεί το κατάλληλο μοντέλο (ή μοντέλα) αποτίμησης ανάλογα με τις συνθήκες της επιχείρησης. Όπως θα δούμε και παρακάτω αναλύοντας τις μεθόδους αυτές διεξοδικά κάθε μία απ' αυτές ενδείκνυται για επιχειρήσεις με διαφορετικά χαρακτηριστικά (κλάδος, κερδοφορία, χρόνια δραστηριότητας, αγορές).

4. Μετατροπή των προβλέψεων σε αποτίμηση.

Μετά την επιλογή της κατάλληλης μεθόδου ή μεθόδων ο αναλυτής προχωράει στην εφαρμογή τους και στην κατάληξη ποσοτικού αποτελέσματος ή εύρους όσον αφορά την αξία της επιχείρησης. Στις περισσότερες φορές τα αποτελέσματα αποκλίνουν μεταξύ τους. Συνεπώς, ο αναλυτής συνήθως σταθμίζει τις μεθόδους αυτές ανάλογα με την καταλληλότητά τους (και την προσωπική του εμπειρία) και φτάνει στο τελικό αποτέλεσμα.

5. Επενδυτική απόφαση.

Το τελικό στάδιο εμπεριέχει την ερμηνεία του αποτελέσματος και τη χρησιμοποίηση του από τα ενδιαφερόμενα μέρη έτσι ώστε να βγει συμπέρασμα για την επενδυτική απόφαση. Δηλαδή, ο εκάστοτε επενδυτής που θέλει να αγοράσει μετοχές ή να εξαγοράσει ποσοστό μιας εταιρείας ή γενικώς ανήκει στις ομάδες που αναφέραμε πριν, παίρνει την τελική απόφαση με γνώμονα την αποτίμηση αυτή (μαζί με τις προσωπικές του υποκειμενικές εκτιμήσεις).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο - ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Κατά τη διαδικασία της αποτίμησης χρησιμοποιούνται περισσότερες από μία μέθοδοι οι οποίες έχουν και διαφορετικά χαρακτηριστικά, για παράδειγμα στην αποτίμηση μιας πρότασης εξαγοράς μιας επιχείρησης από κάποια άλλη, μια εταιρεία ανάλυσης επενδύσεων συνήθως χρησιμοποιεί 5-10 διαφορετικές μεθόδους αποτίμησης. Οι μέθοδοι αυτοί χωρίζονται σε δύο μεγάλες ομάδες, στις απόλυτες μεθόδους και στις σχετικές μεθόδους.

Η πρώτη ομάδα μεθόδων περιλαμβάνει εκείνες που εξετάζουν αναλυτικά την επιχείρηση ή κάποιο περιουσιακό της στοιχείο και την αναλύουν ως ξεχωριστή οντότητα. Οι πιο διαδεδομένες μέθοδοι αυτής της ομάδας είναι οι εξής:

1. Μοντέλο Προεξόφλησης των Μερισμάτων (Dividend Discount Model- DDM).
2. Μοντέλο Προεξόφλησης των Αδέσμευτων Ταμειακών Ροών (Discount Cash flow Model- DCFM).
3. Μοντέλο Υπερκερδών (Residual Income Valuation Model- RIVM).

Οι μέθοδοι αυτοί μπορούν να χρησιμοποιηθούν τόσο για τις εισηγμένες εταιρείες σε κάποια χρηματιστηριακή αγορά, όσο και για αυτές που δεν είναι εισηγμένες.

Τα μοντέλα αυτά, τα οποία χρησιμοποιούνται ευρέως από τους αναλυτές, έχουν αρκετές παραλλαγές. Εμείς, όμως, θα αναλύσουμε εκτενώς τις βασικές αυτές μεθόδους αφού οι υπόλοιπες βασίζονται σε αυτές.

Η δεύτερη ομάδα μεθόδων εμπεριέχει τις μεθόδους αυτές που λαμβάνουν υπ' όψη τους περισσότερο αγοραία στοιχεία και λιγότερο εσωτερικά στοιχεία της εκάστοτε εταιρείας.

Οι πιο διαδεδομένες μέθοδοι αυτής της ομάδας είναι οι εξής:

1. Τιμή μετοχής / Κέρδη ανά μετοχή (Price / Earning)
2. Τιμή μετοχής / Λογιστική αξία (Price / Book Value)
3. Τιμή μετοχής / Πωλήσεις (Price / Sales)
4. Τιμή μετοχής / Χρηματοροές (Price / Cash Flow)

Όπως γίνεται αντιληπτό, τα μοντέλα αυτά μπορούν να εφαρμοστούν μόνο σε εισηγμένες σε κάποια χρηματιστηριακή αγορά επιχειρήσεις. Κι αυτά τα μοντέλα έχουν παραλλαγές όμως εμείς θα αναλύσουμε τα βασικά.

2.1 ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΑΠΟΛΥΤΩΝ ΜΟΝΤΕΛΩΝ

2.1.1. Μοντέλο Προεξόφλησης των Μερισμάτων (Dividend Discount Model- DDM).

Στην πιο τυπική μορφή, η μόνη χρηματική ροή που λαμβάνει κάποιος όταν αγοράζει μετοχές μιας εισηγμένης εταιρείας είναι το μέρισμα. Το πιο απλό μοντέλο για την αποτίμηση του κεφαλαίου είναι το Μοντέλο Προεξόφλησης Μερισμάτων. Παρ' όλο που πολλοί αναλυτές έχουν απορρίψει αυτό το μοντέλο γιατί το θεώρησαν ξεπερασμένο ένα μεγάλο μέρος της φιλοσοφίας του έχει χρησιμοποιηθεί στο Μοντέλο Προεξόφλησης Χρηματικών Ροών (DCF). Στην πραγματικότητα υπάρχουν συγκεκριμένες εταιρείες στις οποίες αυτό το μοντέλο αποτελεί χρήσιμο εργαλείο για τον υπολογισμό της αξίας.

Το Γενικό Μοντέλο

Όταν ένας επενδυτής αγοράζει μετοχές σε γενικές γραμμές περιμένει να λάβει δύο ειδών χρηματοροές: α) μερίσματα για την περίοδο που διατηρεί τη μετοχή και β) μία αναμενόμενη τιμή πώλησης στο τέλος της περιόδου αυτής.

Αφού αυτή η αναμενόμενη τιμή καθορίζεται από μόνη της από τα μελλοντικά μερίσματα, η τιμή της μετοχής είναι η παρούσα αξία των μερισμάτων στο διηλεκές σύμφωνα με τον τύπο:

$$P_0 = \frac{DIV_1}{1+r} + \frac{DIV_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{DIV_t}{(1+r)^t}$$

Η φιλοσοφία αυτού του μοντέλου βρίσκεται στον κανόνα της παρούσας αξίας (η αξία οποιουδήποτε περιουσιακού στοιχείου είναι η παρούσα αξία των

προσδοκόμενων χρηματοροών προεξοφλημένων με ένα επιτόκιο ανάλογο του κινδύνου αυτών των χρηματοροών).

Υπάρχουν δύο βασικές εισροές στο μοντέλο, τα προσδοκόμενα μερίσματα και το κόστος κεφαλαίου. Για να υπολογιστούν τα προσδοκόμενα μερίσματα πρέπει να κάνουμε κάποιες παραδοχές σχετικά με την μελλοντική μεταβολή των κερδών καθώς και την πορεία πληρωμής μερισμάτων. Η απαιτούμενη απόδοση μιας μετοχής καθορίζεται από τον κίνδυνό της και μετριέται διαφορετικά σε κάθε μοντέλο (πχ. το beta της αγοράς στο CAPM και ο παράγοντας β στο αρμπιτράζ και στα πολυπαραγοντικά μοντέλα). Το μοντέλο είναι αρκετά ευέλικτο ώστε να επιτρέπει εναλλασσόμενους συντελεστές προεξόφλησης όπως αυτοί προκύπτουν από ενδεχόμενες αλλαγές στα επιτόκια και στον κίνδυνο διαχρονικά.

Υπάρχουν πολλές παραλλαγές του γενικού μοντέλου που βασίζονται σε διαφορετικές παραδοχές σχετικά με την μελλοντική ανάπτυξη (κερδών). Ένα από τα απλούστερα μοντέλα, το οποίο αποτιμά την τιμή της μετοχής με σταθερό ρυθμό αύξησης, είναι το μοντέλο του Gordon (The Gordon Growth Model).

Το μοντέλο του Gordon προσδιορίζει την αξία μιας μετοχής (και κατά συνέπεια της εταιρείας) με βάση τα προσδοκόμενα μερίσματα της επόμενης περιόδου, το κόστος κεφαλαίου και την προσδοκόμενη αύξηση των μερισμάτων, σύμφωνα με τον τύπο

$$\text{Value of Share} = \text{DPS}_1 / (k_e - g)$$

Όπου, DPS_1 = προσδοκώμενο μέρισμα της επόμενης περιόδου

k_e = αναμενόμενη απόδοση κεφαλαίου (από τους επενδυτές)

g = ποσοστό αύξησης των μερισμάτων στο διηνεκές.

Ενώ το μοντέλο του Gordon αποτελεί μια απλή και δυναμική προσέγγιση στην αποτίμηση του κεφαλαίου, η χρησιμοποίησή του περιορίζεται σε εταιρείες που αναπτύσσονται με σταθερό ρυθμό. Υπάρχουν δύο παράμετροι που πρέπει να λαμβάνουμε υπ' όψη μας όταν αποτιμούμε ένα σταθερό ποσοστό ανάπτυξης.

Πρώτον, αφού το ποσοστό αύξησης των μερισμάτων μιας εταιρείας θα διατηρηθεί για πάντα, οι υπόλοιποι δείκτες αποδοτικότητας της εταιρείας (συμπεριλαμβανομένων και των κερδών) θα πρέπει να αυξάνονται με το ίδιο ποσοστό. Αυτό μπορεί να το δει κανείς αν αναλογιστεί τις μακροχρόνιες συνέπειες σε μια εταιρεία της οποίας τα κέρδη αυξάνονται διαρκώς κατά 6% ενώ τα μερίσματά της αυξάνονται με ποσοστό 8%. Με την πάροδο του χρόνου τα μερίσματα θα ξεπεράσουν τα κέρδη. Από την άλλη μεριά αν τα κέρδη μιας εταιρείας αυξάνονται πιο γρήγορα από τα μερίσματά της μακροχρόνια το ποσοστό μερισματικής απόδοσης θα προσεγγίσει το 0 φτάνοντας σε μια κατάσταση η οποία δεν είναι επίσης σταθερή. Κατά συνέπεια, οι απαιτήσεις του μοντέλου για την προσδοκόμενη αύξηση του ποσοστού μερισμάτων μπορούν επίσης να αντικατασταθούν με την προσδοκόμενη αύξηση του ποσοστού των κερδών διατηρώντας τα ίδια αποτελέσματα (με την προϋπόθεση ότι η εταιρεία είναι σε μια πραγματικά σταθερή κατάσταση).

Δεύτερον, άλλη μια σημαντική παράμετρος αφορά στο ποιο ποσοστό ανάπτυξης θεωρείται σαν κατάλληλο σταθερό ποσοστό. Το ποσοστό αυτό πρέπει να είναι χαμηλότερο ή ίσο με το ποσοστό ανάπτυξης ολόκληρης της οικονομίας στην οποία λειτουργεί η εταιρεία. Αυτό όμως δεν συνεπάγεται ότι οι αναλυτές θα συμφωνούν πάντα ποιο θα πρέπει να είναι αυτό το ποσοστό ακόμα και αν συμφωνούν ότι μια εταιρεία αναπτύσσεται σταθερά για τρεις λόγους:

- Δεδομένης της αβεβαιότητας που σχετίζεται με τις εκτιμήσεις για τον πληθωρισμό και την πραγματική ανάπτυξη της οικονομίας μπορούν να υπάρξουν σημαντικές διαφορές σχετικά με το πώς εκτιμούν διάφοροι αναλυτές αυτές τις αποκλίσεις . Για παράδειγμα κάποιος από αυτούς που προβλέπουν υψηλότερο πληθωρισμό μπορεί να εκτιμούν ένα υψηλότερο ποσοστό ανάπτυξης της οικονομίας.
- Το ποσοστό ανάπτυξης μιας εταιρείας δε μπορεί να είναι μεγαλύτερο από της οικονομίας αλλά μπορεί να είναι μικρότερο. Ορισμένες επιχειρήσεις μπορούν διαχρονικά να συρρικνωθούν σε σχέση με το σύνολο της οικονομίας.
- Ένας τρίτος παράγοντας τον οποίον μπορούν οι αναλυτές να αποκλίνουν από το σταθερό ποσοστό ανάπτυξης είναι το ότι για κάποια χρόνια μια εταιρεία μπορεί να βρεθεί σε ποσοστά αύξησης μεγαλύτερα από τα σταθερά. Τότε αυτή η αύξηση μπορεί να αποτυπωθεί προσθέτοντας ένα premium στο σταθερό ποσοστό αύξησης. Ακόμα και τότε όμως, η ευελιξία του αναλυτή είναι περιορισμένη καθώς η ευαισθησία του μοντέλου υποδηλώνει ότι το ποσοστό ανάπτυξης μπορεί να είναι το πολύ 1%-2% μεγαλύτερο από το ποσοστό ανάπτυξης της οικονομίας. Αν η απόκλιση είναι μεγαλύτερη, ο αναλυτής θα αναγκαστεί να χρησιμοποιήσει κάποιο μοντέλο με δύο ή και τρία στάδια ανάπτυξης.
- Έχει διαπιστωθεί επίσης ότι αρκετές εταιρείες δεν διανέμουν μερίσματα σε όλες τις χρήσεις τους, γεγονός που κάνει ανέφικτη την ορθή χρησιμοποίηση αυτού του μοντέλου.

Εν κατακλείδι, το Μοντέλο Προεξόφλησης Μερισμάτων παρ' όλο που χαρακτηρίζεται ως περιορισμένης αξίας έχει αποδειχτεί απρόσμενα εφαρμόσιμο

και χρήσιμο σε αρκετές περιπτώσεις. Μπορεί να είναι ένα συντηρητικό μοντέλο το οποίο βρίσκει περισσότερες υποεκτιμημένες εταιρείες όταν οι τιμές της αγοράς αυξάνονται σε σχέση με τα θεμελιώδη μεγέθη κάτι όμως που μπορεί να θεωρηθεί ως δυνατό χαρακτηριστικό.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑΣ

2.1.2 Μοντέλο Προεξόφλησης των Αδέσμευτων Ταμειακών Ροών (Discount Cash flow Model - DCFM).

Περιγραφή

Το Μοντέλο Προεξόφλησης των Αδέσμευτων Ταμειακών Ροών (DCF) αποτελεί ένα μοντέλο αποτίμησης που χρησιμοποιείται για να εκτιμήσει την ελκυστικότητα μιας επενδυτικής ευκαιρίας. Η μέθοδος αυτή, με λίγα λόγια, χρησιμοποιεί τις προβλεπόμενες μελλοντικές ελεύθερες χρηματοροές και τις προεξοφλεί έτσι ώστε να τις φέρει στην παρούσα αξία. Στις περισσότερες περιπτώσεις χρησιμοποιεί το σταθμισμένο μέσο κόστος κεφαλαίου WACC (Weighted Average Cost of Capital). Παρακάτω θα δούμε πώς αυτό υπολογίζεται.

Υπάρχουν πολλές παραλλαγές που έχουν να κάνουν με το ποιες παραμέτρους μπορεί να χρησιμοποιήσει κανείς σαν χρηματοροές και σαν προεξοφλητικό επιτόκιο σε μία DCF ανάλυση. Παρά την πολυπλοκότητα που έχουν οι υπολογισμοί που απαιτούνται, ο σκοπός αυτής της μεθόδου είναι να αποτιμήσει το χρηματικό ποσό που θα λάμβανε κάποιος από μια συγκεκριμένη επένδυση και να το προσαρμόσει με τη βοήθεια της χρονικής αξίας του χρήματος.

Θεωρητική Βάση

Το DCF στηρίζεται στις δύο παρακάτω προτάσεις.

Πρώτον, κάθε περιουσιακό στοιχείο έχει μια εσωτερική αξία που μπορεί να εκτιμηθεί και η οποία βασίζεται σε χαρακτηριστικά της όπως οι χρηματοροές της, η ανάπτυξη και ο κίνδυνος.

Δεύτερον, στην διαχρονική αξία του χρήματος. Κάθε χρηματική μονάδα δεν έχει την ίδια αξία σε διαφορετικές χρονικές στιγμές.

Η παρούσα αξία είναι: $Present Value = Future Value / (1 + r)^t$ όπου r ο συντελεστής προεξόφλησης και t ο χρόνος.

Η μελλοντική αξία είναι : $Future Value = Present Value \times (1 + r)^t$.

Βασικές εισροές του μοντέλου

Για να εφαρμοστεί το εξεταζόμενο μοντέλο απαιτούνται κάποιες πολύ σημαντικές παράμετροι.

1) Συντελεστής προεξόφλησης.

Χρησιμοποιείται για την εξαγωγή τόσο του κόστους του μετοχικού κεφαλαίου (αποτίμηση μετοχών) όσο και του κόστους κεφαλαίου (αποτίμηση εταιρείας). Εάν τυχόν προκύψουν λάθη στο συντελεστή προεξόφλησης ή στο ποιες ροές πρέπει να προεξοφληθούν με τον κατάλληλο συντελεστή, τότε η αποτίμηση θα έχει πολύ σοβαρά προβλήματα.

2) Χρηματοροές

Αποτελούν την κύρια εισροή του μοντέλου αφού είναι αυτές που θα πρέπει να προβλεφθούν είτε ως ροές προς την εταιρεία είτε προς τους μετόχους όπως εξηγήσαμε νωρίτερα.

3) Προβλέψεις για ανάπτυξη

Μια από τις σημαντικότερες παραμέτρους αποτελεί η πρόβλεψη που γίνεται για την πορεία τόσο της απόδοσης της εταιρείας στα επόμενα χρόνια όσο και για την εξέλιξη του κλάδου δραστηριοποίησης καθώς και εκτίμηση για το σύνολο της οικονομίας.

Τι είναι οι αδέσμευτες ταμειακές ροές.

Κύριος στόχος του μοντέλου είναι να προσδιοριστούν οι αδέσμευτες ταμειακές ροές, τις οποίες όμως πρέπει να καθορίσουμε. Οι αδέσμευτες ταμειακές ροές μπορούν να υπολογιστούν με δύο τρόπους :

■ Αδέσμευτες ταμειακές ροές της εταιρείας FCFE

Οι ροές αυτές προέρχονται από τη λειτουργία της επιχείρησης, μετά την αφαίρεση των κεφαλαιακών δαπανών (νέες επενδύσεις, κεφάλαιο κίνησης).

■ Αδέσμευτες ταμειακές ροές στους μετόχους FCFE

Στην πράξη χρησιμοποιείται η δεύτερη προσέγγιση παρόλο που απαιτεί ιδιαίτερη ανάλυση και πρόβλεψη του λογαριασμού των χρεών και για το λόγο αυτό θα αναλύσουμε την περίπτωση αυτή.

Τα στάδια του μοντέλου

1. Πρόβλεψη των μελλοντικών χρηματοροών για συγκεκριμένο χρονικό διάστημα.

Η πρώτη ενέργεια περιλαμβάνει την πρόβλεψη των μελλοντικών χρηματοροών για την αποτιμώμενη εταιρεία η οποία βασίζεται σε υποθέσεις σχετικά με το ποσοστό αύξησης των εσόδων της εταιρείας, το καθαρό λειτουργικό περιθώριο (κέρδους), το φόρο εισοδήματος, τις ανάγκες για επενδύσεις και το απαιτούμενο κεφάλαιο γι' αυτές. Θα πραγματοποιηθεί δηλαδή ένα είδος επιχειρηματικού σχεδίου (συνήθως 5 – 10 χρόνια) . Παρακάτω θα εξηγήσουμε πώς γίνονται οι προβλέψεις γι' αυτές τις παραμέτρους.

2. Πρόβλεψη των χρηματοροών μετά το εξεταζόμενο διάστημα.

Κατόπιν απαιτείται να δημιουργηθεί πρόβλεψη για το διάστημα μετά το χρόνο στο οποίο τερματίζεται το επιχειρηματικό σχέδιο. Εξαιτίας της δυσκολίας των προβλέψεων για τόσο μελλοντικές συνθήκες, αυτές βασίζονται σε σχετικά απλουστευμένες παραδοχές (μικρή ανάλυση).

3. Εφαρμογή του συντελεστή προεξόφλησης

Έπειτα, το σταθμισμένο μέσο κόστος κεφαλαίου (WACC) εφαρμόζεται με τη μέθοδο της παρούσας αξίας για να προεξοφλήσει τις προσδοκώμενες

χρηματοροές της περιόδου που θα εξεταστεί ώστε να πάρουμε την κατάσταση ταμειακών ροών από τις λειτουργίες της εταιρείας.

4. Υπολογισμός της αξίας της εταιρείας

Στο τελικό στάδιο από την εκτιμωμένη αξία της εταιρείας αφαιρούμε την αγοραία αξία του χρέους της εταιρείας καθώς και προσθέτουμε την αξία από τα τυχόν αγνοημένα στο στάδιο 2 περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας. Καταλήγουμε έτσι στην τελική αξία της εταιρείας.

Εφαρμογή της μεθόδου DCF

Για να δούμε πιο πρακτικά τη μέθοδο αυτή και να φτάσουμε στην αποτίμηση λαμβάνοντας υπόψη όλες τις απαιτούμενες παραμέτρους θα πρέπει να αναλύσουμε τα βήματα που αναφέρθηκαν και να κάνουμε τους υπολογισμούς που χρειάζονται. Θα χρησιμοποιήσουμε επίσης ένα απλουστευμένο παράδειγμα της μεθόδου που θα κάνει πιο κατανοητή τη διαδικασία αυτή.

Στην ανάλυση DCF , στο πρώτο στάδιο , αναζητούνται οι αδέσμευτες ταμειακές ροές για ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα, οι οποίες εξάγονται ως εξής:

ΚΑΘΑΡΗ ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ

- **ΦΟΡΟΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ**

+ **ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ**

- **ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΣΤΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ**

- **ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ**

= **ΑΔΕΣΜΕΥΤΕΣ ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ**

Αφού προσεγγίζουμε στη συγκεκριμένη ανάλυση τις διαθέσιμες ταμειακές ροές τόσο στους μετόχους όσο και στους δανειστές τα ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ θα πρέπει να εκφραστούν χωρίς τόκους κεφαλαίου και απαλλαγμένα από φορολογία.

Για να προχωρήσουμε λοιπόν στον υπολογισμό πρέπει να κάνουμε μια σειρά από παραδοχές που θα αφορούν την δραστηριότητα και την απόδοση της εταιρείας για ένα χρονικό διάστημα (συνήθως 5-10 έτη) βασιζόμενοι στα επιχειρηματικά πλάνα της επιχείρησης, ιστορικά στοιχεία, στοιχεία της αγοράς, αναλύσεις ειδικών.

Παρακάτω ακολουθεί ένα παράδειγμα προσδιορισμού των αδέσμευτων ροών σε ένα ανεξάρτητο επενδυτικό πλάνο το οποίο αναφέρεται σε μια επένδυση (αγορά ενός μηχανήματος) 100.000 δολαρίων για την δημιουργία ενός καινούριου προϊόντος που θα βγει στην αγορά και θα έχει διάρκεια 5έτη.

Ας υποθέσουμε λοιπόν ότι η πληρωμή της επένδυσης γίνεται στο έτος 0 και μετά από 5 έτη η αξία του μηχανήματος θα είναι 10.000 δολάρια. Για τη λειτουργία αυτού του μηχανήματος θα δημιουργηθούν κάποια σταθερά κόστη τα οποία θα είναι 12.000 δολάρια για τον πρώτο χρόνο. Επίσης υπολογίζεται ότι το μεταβλητό κόστος για τη λειτουργία του μηχανήματος θα είναι ίσο με 60% των πωλήσεων. Θεωρούμε ακόμα ότι η τιμή του νέου προϊόντος για το έτος 1 θα είναι 80 δολάρια και θα αυξάνεται κατά 5% για τα επόμενα 4 έτη, ενώ η ποσότητα που θα πωλείται θα αυξάνει κατά 15% κάθε χρόνο. Η απόσβεση υπολογίζεται με φθίνουσα μέθοδο για 7 έτη σύμφωνα με τους πίνακες IRS καθώς επίσης χρησιμοποιείται η απόσβεση του φόρου γιατί επηρεάζει την εκροή των πληρωτέων τόκων. Τέλος θεωρούμε ότι τα σταθερά κόστη αυξάνονται με το σταθερό επιτόκιο του πληθωρισμού ίσο με 5%.

Έτσι προκύπτει ο παρακάτω πίνακας που περιέχει τις απαιτούμενες εισροές και έτσι εξάγει τις προβλεπόμενες αδέσμευτες ταμειακές ροές για τα επόμενα 5 έτη.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1. ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ

	ΕΤΟΣ 0	ΕΤΟΣ 1	ΕΤΟΣ 2	ΕΤΟΣ 3	ΕΤΟΣ 4	ΕΤΟΣ 5
ΤΙΜΗ ΜΟΝΑΔΑΣ		\$80	\$84	\$88	\$93	\$97
ΠΟΣΟΤΗΤΕΣ		1000	1150	1323	1521	1749
ΕΣΟΔΑ		\$80,000	\$96,600	\$116,424	\$141,453	\$169,653
ΜΕΤΑΒΛΗΤΟ ΚΟΣΤΟΣ		\$48,000	\$57,960	\$69,854	\$84,872	\$101,792
ΣΤΑΘΕΡΟ ΚΟΣΤΟΣ		\$12,000	\$12,600	\$13,230	\$13,892	\$14,586
ΑΠΟΣΒΕΣΗ		\$10,000	\$9,000	\$8,100	\$7,290	\$6,561
ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ		\$ 10,000	\$ 17,040	\$ 25,240	\$ 35,399	\$ 46,714
ΦΟΡΟΣ		\$ 2,500	\$ 4,260	\$ 6,310	\$ 8,850	\$ 11,678
ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ		\$ 7,500	\$ 12,780	\$ 18,930	\$ 26,549	\$ 35,036
<u>ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΕΣ</u>						
ΑΠΟΣΒΕΣΗ		\$10,000	\$9,000	\$8,100	\$7,290	\$ 6,561
ΥΠΟΛΕΙΜ. ΑΞΙΑ ΜΗΧΑΝΗΜΑΤΟΣ	\$100,000					
ΕΛΕΥΘΕΡΕΣ ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ	(\$100,000)	\$17,500	\$21,780	\$27,030	\$33,839	\$41,597

Με τον τρόπο αυτό υπολογίσαμε τις αδέσμευτες ταμειακές ροές για τα έτη 0 έως 5. Τι γίνεται όμως μετά το έτος 5 ?

Αυτό θα απαντηθεί στο δεύτερο στάδιο, όπου θα χρησιμοποιηθούν παραδοχές ανάλογες με το πρώτο στάδιο. Η σημαντικότερη μεταβλητή που πρέπει να προβλεφθεί είναι η πορεία των πωλήσεων. Έστω λοιπόν ότι προβλέπεται μια αύξηση των πωλήσεων στο διηνεκές ίση με 10%. Αυτό το ποσοστό θα υπερκάλυπτε την αύξηση των τιμών (πληθωρισμό) και έτσι το πραγματικό ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας. Αλλά θα μπορούσε αυτό, δηλαδή η ανάπτυξη πέρα από την πραγματική ανάπτυξη της οικονομίας να συνεχίζεται διαρκώς? Η απάντηση είναι ότι δεν έχει σημασία για την τρέχουσα αξία της επιχείρησης. Για την ακρίβεια, κάτω από εύλογες οικονομικές υποθέσεις δεν υπάρχει πρακτική ανάγκη να προβλέπουμε αύξηση του ρυθμού πωλήσεων μετά το έτος που τελειώνει το πλάνο γιατί κάτι τέτοιο δεν έχει αντίκτυπο στην τρέχουσα αξία της επιχείρησης. Αυτό βασίζεται στις δυνάμεις του ανταγωνισμού οι οποίες τείνουν να περιορίζουν την ικανότητα μιας επιχείρησης να αναγνωρίζει σε συνεχή βάση ευκαιρίες που θα επιφέρουν κέρδη μεγαλύτερα από τα κανονικά κέρδη του κλάδου ή της οικονομίας. Στην πράξη αυτό που έχει αποδειχτεί είναι ότι ακόμα και πολύ ισχυρά brands δεν έχουν καταφέρει να διατηρήσουν το ανταγωνιστικό τους πλεονέκτημα και να πραγματοποιούν υπερκέρδη επ' αόριστο. Η κερδοφορία αυτή μακροχρόνια θα ωθήσει άλλες εταιρίες να τις ανταγωνιστούν συρρικνώνοντας τα κέρδη των εταιρειών με ανταγωνιστικό πλεονέκτημα. Και κάθε καινούριο πλάνο θα δημιουργεί ταμειακές ροές με παρούσα αξία όχι μεγαλύτερη από αυτή της επένδυσης. Έτσι τα οφέλη της επένδυσης θα αντισταθμίζονται από τα κόστη της κι έτσι δε θα έχει καμία επίπτωση στην παρούσα αξία των χρηματοροών της επιχείρησης που χρησιμοποιούνται σε αυτή

τη μέθοδο. Μπορούμε να πούμε λοιπόν ότι για τα έτη μετά το επιχειρηματικό πλάνο κινούμαστε σε μια συντηρητική συνήθως προσέγγιση των μεγεθών της προηγούμενης διάρκειας και εξάγουμε τις χρηματοροές. Άλλωστε η πρόβλεψη εξαιτίας του χρόνου είναι αβέβαιη ενώ και η προεξόφληση γίνεται μικρότερη για τον ίδιο λόγο. Επομένως στο παράδειγμα μας θα έχουμε :

	ΜΕΤΑ ΤΟ ΕΤΟΣ 5
ΤΙΜΗ ΜΟΝΑΔΑΣ	100
ΠΟΣΟΤΗΤΕΣ	1,900
ΕΣΟΔΑ	190,000
ΜΕΤΑΒΛΗΤΟ ΚΟΣΤΟΣ	114,000
ΣΤΑΘΕΡΟ ΚΟΣΤΟΣ	15,315
ΑΠΟΣΒΕΣΗ	5,905
ΚΕΡΔΗ / ΖΗΜΙΕΣ ΑΠΟ ΠΩΛΗΣΗ ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΥ	
ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ	54,780
ΦΟΡΟΣ	13,695
ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ	41,085
<u>ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΕΣ</u>	
ΑΠΟΣΒΕΣΗ	5,905
ΥΠΟΛΕΙΜ. ΑΞΙΑ ΜΗΧΑΝΗΜΑΤΟΣ	
ΕΛΕΥΘΕΡΕΣ ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ	46,990

Προχωρώντας στο επόμενο στάδιο και αφού έχουμε συγκεντρώσει όλες τις προβλεπόμενες χρηματοροές, πρέπει να υπολογίσουμε το συντελεστή προεξόφλησης για να τις φέρουμε σε παρούσα αξία. Ο συντελεστής που χρησιμοποιείται συνήθως είναι το σταθμισμένο μέσο κόστος κεφαλαίου WACC (Weighted Average Cost of Capital). Το κόστος κεφαλαίου ορίζεται ως η απόδοση που λαμβάνει μια επενδυτική ομάδα που αναλαμβάνει τον κίνδυνο μιας επένδυσης. Το σταθμισμένο μέσο κόστος κεφαλαίου μπορεί να περιγραφεί με όρους χρηματοοικονομικών ποσοστών και σταθμίζει τους κινδύνους των επιμέρους συστατικών στοιχείων μιας χρηματοδότησης. Υπολογίζεται σύμφωνα με τον τύπο :

$$\text{WACC} = \frac{E}{D+E} r_e + \frac{D}{D+E} (1-T) r_d$$

Όπου E = Equity = Ίδια κεφάλαια

D = Debt = Δανεισμός (Ξένα κεφάλαια)

r_e = Return on Equity = Απαιτούμενη Απόδοση ιδίων κεφαλαίων

r_d = Return to Debt = Απαιτούμενη Απόδοση ξένων κεφαλαίων

T = Tax = Φορολογικός συντελεστής

Αυτός ο δείκτης μας λέει ότι ανάλογα με τη μόχλευση μιας επένδυσης ή μιας εταιρείας, δηλαδή κατά πόσο χρησιμοποιεί δικά της κεφάλαια ή ξένα, καθορίζεται και το κόστος κεφαλαίου ως στάθμιση των επιμέρους απαιτούμενων αποδόσεων.

Για την ανάλυση DCF χρησιμοποιούμε τους συντελεστές στάθμισης με βάση τις εκτιμήσεις μας για την μελλοντική κεφαλαιακή δομή (Ξένα προς Ίδια κεφάλαια) της εταιρείας. Τη μεταβλητή r_e την εξάγουμε με το κατάλληλο μοντέλο κινδύνου

και απόδοσης. Τα πιο συνηθισμένα από αυτά είναι το Capital Asset Pricing Model (CAPM) που βασίζεται στη σχέση:

$R_j = r_f + \beta_j (R_M - r_f)$ δηλαδή, Απαιτούμενη Απόδοση = Επιτόκιο χωρίς κίνδυνο + συντελεστής β ενός περιουσιακού στοιχείου επί την (επιπλέον απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς). Επίσης η μεταβλητή r_d προκύπτει από τη δανειακή επιβάρυνση και έχει να κάνει με την απόδοση που απαιτούν οι δανειστές της εταιρείας για τον επιχειρηματικό κίνδυνο που αναλαμβάνουν. Επειδή το WACC υπολογίζεται μετά από τους φόρους και η απαιτούμενη απόδοση r_d προς τους δανειστές προκύπτει πριν τους φόρους αυτή πολλαπλασιάζεται με το συντελεστή $(1 - T)$ για να συμπεριλάβουμε τη φορολογική εξοικονόμηση από τους τόκους.

Για να επιστρέψουμε στο παράδειγμα μας υποθέτουμε ότι για την συγκεκριμένη επένδυση από τα 100.000 δολάρια που απαιτούνται τα 80.000 προκύπτουν από ίδια κεφάλαια και τα υπόλοιπα 20.000 από δάνειο με ετήσιο επιτόκιο 15%. Έστω επίσης ότι το r_e είναι 10% και ο φορολογικός συντελεστής T είναι 25%. Τότε το

σταθμισμένο κόστος κεφαλαίου θα είναι:
$$WACC = \frac{80.000}{100.000} 10\% +$$

$$\frac{20.000}{100.000} 15\%(1 - 0.25) = 0,1225 \text{ ή } 12,25\%.$$
 Για να φτάσουμε τώρα στην

προεξόφληση εφαρμόζουμε την παρούσα αξία των ελεύθερων ταμειακών ροών.

ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΡΟΩΝ							
ΕΤΗ	0	1	2	3	4	5	ΜΕΤΑ
ΡΟΕΣ	-100000	17500	21780	27030	33839	41597	46990
WACC	0,1225	0,1225	0,1225	0,1225	0,1225	0,1225	0,1225
ΣΥΝΤ. ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ	0	0,891	0,794	0,707	0,630	0,561	0,315
ΠΑΡΟΥΣΑ ΑΞΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΡΟΩΝ	-100000	15592,5	17293,3	19110,2	21318,6	23335,9	14801,8
ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΑΞΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ	11.452,30						

Από εκεί και πέρα αν υποθέσουμε ότι αυτή η εκτίμηση πραγματοποιείται για την αποτίμηση μιας εταιρείας τότε ότι η τελική αξία που προκύπτει είναι η αξία της εταιρείας. Επομένως αν διαιρέσουμε την αξία αυτή με τον αριθμό των μετοχών της θα προκύψει η αποτίμηση της μετοχής της εταιρείας σύμφωνα με τη θεμελιώδη ανάλυση και συγκρίνοντας τη με την χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής μπορούμε να πούμε αν η μετοχή αυτή είναι υπερεκτιμημένη ή υποεκτιμημένη.

Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα της μεθόδου DCF

Σαν συμπέρασμα, η μέθοδος DCF είναι μια ιδιαίτερα αναλυτική μέθοδος που έχει αρκετά πλεονεκτήματα. Πρώτον μπορεί να εφαρμοστεί ακόμα και σε εταιρείες οι οποίες δεν διανέμουν μερίσματα ή παρακρατούν μεγάλο μέρος των κερδών και διανέμουν μικρό μέρος. Επίσης όταν οι αδέσμευτες ταμειακές ροές συμβαδίζουν και ευθυγραμμίζονται με την κερδοφορία της εταιρείας με βάση τις προβλέψεις των αναλυτών για εύλογο χρονικό διάστημα στο μέλλον η μέθοδος αυτή κρίνεται ιδανική για αποτίμηση μιας εταιρείας ή ενός επενδυτικού σχεδίου. Τέλος κατά την εφαρμογή του υπάρχει προοπτική ελέγχου από τους μετόχους και τους επενδυτές της εταιρείας.

Από την άλλη μεριά όμως η πολυπλοκότητα και η δυσκολία των υπολογισμών και των εκτιμήσεων σε συνδυασμό με την συχνή έλλειψη στοιχείων κάνει τη μέθοδο δύσκολη στην εφαρμογή. Επιπρόσθετα πολλές από τις παραδοχές που γίνονται κατά την εφαρμογή της μεθόδου ενέχουν το στοιχείο της υποκειμενικότητας. Συνεπώς ένας αναλυτής μπορεί να επέμβει στον προσδιορισμό της εκτιμώμενης αξίας . Μπορεί για παράδειγμα να εκτιμήσει

αυξημένη την αξία της εταιρείας με αύξηση των ταμειακών ροών της τρέχουσας περιόδου, με μείωση του κόστους κεφαλαίου, με αύξηση του αναμενόμενου ρυθμού ανάπτυξης ή με διεύρυνση των χρονικών διαστημάτων όπου η εταιρεία αναπτύσσεται με μεγαλύτερους ρυθμούς από την αγορά.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑΣ

2.1.3 Μοντέλο Υπερκερδών (Residual Income Valuation Model- RIVM).

Για πολλά χρόνια η οικονομική βιβλιογραφία δεν θεωρούσε ότι είναι αποδεκτό να χρησιμοποιούνται λογιστικά μεγέθη στην αποτίμηση μιας εταιρείας χωρίς αυτά προηγουμένως να μετατραπούν σε χρηματοροές. Η αντίληψη αυτή βασιζόταν στο γεγονός ότι τα λογιστικά μεγέθη δεν αντανακλούν το χρόνο των χρηματικών εισροών καθώς και τις επενδύσεις που απαιτούνται για να δημιουργηθούν. Επίσης θεωρείται ότι τα μεγέθη αυτά μπορούν εύκολα να επηρεαστούν από την επιλογή μεθόδων μέτρησης και ακόμα περισσότερο να παραποιηθούν μέσω λογιστικών τεχνασμάτων και για αυτό δε θα έπρεπε να επηρεάζουν την αξία μιας εταιρείας. Όμως τον τελευταίο καιρό έχει αναπτυχθεί η ιδέα ότι είναι εφικτό να αποτιμηθεί ορθά αυτή η αξία αρκεί να χρησιμοποιηθεί η κατάλληλη τεχνική ή το κατάλληλο μοντέλο.

Το μοντέλο που έχει αναπτυχθεί με αυτή τη λογική είναι το Μοντέλο Υπερκανονικών Κερδών ή αλλιώς Μοντέλο Υπερκερδών. Σύμφωνα με αυτό αν μια εταιρεία μπορεί να αποκομίζει μόνο μία κανονική απόδοση στη λογιστική της αξία, τότε οι επενδυτές δεν είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν τίποτα παραπάνω από αυτή για να αγοράσουν ένα μερίδιο. Θα πλήρωναν λιγότερο αν τα κέρδη ήταν κάτω από τη λογιστική αξία και περισσότερο αν ήταν πάνω. Τα κανονικά κέρδη ορίζονται ως το γινόμενο του κανονικού ποσοστού απόδοσης και της αρχικής λογιστικής αξίας. Το κανονικό ποσοστό απόδοσης ισούται με κόστος του μετοχικού κεφαλαίου, όμοιο με εκείνο το κόστος που χρησιμοποιήθηκε στην ανάλυση DCF. Επομένως τα υπερκέρδη θα είναι :

$$\text{ΥΠΕΡΚΕΡΔΗ} = \text{ΚΕΡΔΗ} - (\text{ΚΟΣΤΟΣ ΜΕΤ. ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ} \times \text{ΑΡΧΙΚΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ})$$

Έτσι η αξία της εταιρείας σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή θα είναι :

ΑΞΙΑ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ = ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ ΤΟ ΧΡΟΝΟ t +

ΕΥΠΕΡΚΕΡΔΗΧΡΟΝΟΥΤ

$\sum_{T=t+1} \frac{\text{ΕΥΠΕΡΚΕΡΔΗΧΡΟΝΟΥΤ}}{(1 + \text{ΚΟΣΤΟΣΚΕΦΑΛΑΙΟΥ})^T}$, δηλαδή η αξία της εταιρείας θα είναι ίση με

την αξία των ίδιων κεφαλαίων συν την παρούσα αξία των μελλοντικών υπερκερδών.

Το κατά πόσο μια εταιρεία είναι σε θέση να δημιουργεί υπερκέρδη και σε ποιο βαθμό εξαρτάται από τους παρακάτω παράγοντες :

- 1) Οι συνθήκες στον κλάδο δραστηριοποίησης , δηλαδή αν υπάρχουν εμπόδια εισόδου, το επίπεδο συγκέντρωσης επιδρούν θετικά στη δημιουργία υπερκερδών.
- 2) Η συντηρητικότητα των λογιστικών πρακτικών η οποία επηρεάζει τον αναμενόμενο ρυθμό ανάπτυξης των ταμειακών ροών.
- 3) Η καινοτομία και τα ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα της εταιρείας.

2.2 ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΣΧΕΤΙΚΩΝ ΜΟΝΤΕΛΩΝ

2.2.1. Τιμή μετοχής / Κέρδη ανά μετοχή (Price / Earnings)

Ο δείκτης P/E είναι το πλέον δημοφιλές εργαλείο για τους επενδυτές προκειμένου να προσδιορίσουν τις επενδυτικές τους κινήσεις και εμμέσως τις τιμές των μετοχών. Είναι ένα από τα κυριότερα μέτρα που χρησιμοποιούνται για να καθοριστεί αν μια μετοχή είναι υπερτιμημένη ή υποτιμημένη.

Για τον καθορισμό του P/E διαιρούμε απλά την τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής με τα αντίστοιχα κέρδη της εταιρίας ανά μετοχή για τους τελευταίους 12 μήνες ή για το πιο πρόσφατο έτος ή ακόμα και για το προβλεπόμενο έτος. Τα κέρδη ανά μετοχή είναι το σύνολο των κερδών της επιχείρησης κατά τη διάρκεια του τελευταίου δωδεκαμήνου διαιρεμένο με το συνολικό αριθμό των εισηγμένων διαπραγματευόμενων μετοχών της. Τα συγκεκριμένα μεγέθη είναι διαθέσιμα στους ετήσιους, εξαμηνιαίους ή τριμηνιαίους ισολογισμούς της επιχείρησης.

Για παράδειγμα, θα υπολογίσουμε το δείκτη P/E της εταιρίας «ΑΛΦΑ» για την οποία θα υποθέσουμε ότι είναι εισηγμένη στο Χ.Α.Α..

Για να υπολογίσουμε το P/E της εταιρίας χρειαζόμαστε τα ακόλουθα στοιχεία:

Τιμή μετοχής : € 4

Καθαρά κέρδη μ.φ. τελευταίων 12 μηνών : € 10.335.000

Αριθμός υπό διαπραγμάτευση μετοχών : 35.000.000

1) Υπολογίζουμε τα κέρδη ανά μετοχή διαιρώντας τα καθαρά κέρδη μ.φ. με τον αριθμό των μετοχών:

$€ 10.335.000 / 35.000.000 = € 0,3$ ανά μετοχή

2) Υπολογίζουμε το δείκτη P/E διαιρώντας την τιμή της μετοχής, € 4, με τα κέρδη ανά μετοχή, € 0,3.

$€ 4 / € 0,3 = 13,3$ φορές, που είναι ο δείκτης P/E για την εταιρία «ΑΛΦΑ».

Το P/E αυτό απλά σημαίνει ότι η μετοχή πωλείται όσο τα κέρδη της εταιρείας επί 13,3 φορές ή διαφορετικά, ότι για τον επενδυτή που θα αγοράσει σήμερα συγκεκριμένη μετοχή θα χρειασθεί να περάσουν 13,3 χρόνια προκειμένου η εταιρία να επιτύχει αθροιστικά κέρδη που θα ισοδυναμούν με τη σημερινή τιμή της μετοχής. Γενικά για τον επενδυτή είναι προς όφελός του αυτός ο λόγος να είναι σχετικά χαμηλός, γενικά κάτω του 15, προκειμένου να θεωρηθεί ελκυστική η αντίστοιχη μετοχή. Γενικά το χαμηλό P/E αποτελεί ικανή αλλά όχι αναγκαία συνθήκη για την επίτευξη θετικών αποδόσεων στο Χρηματιστήριο.

Είναι σημαντικό να γνωρίζουμε ότι το P/E των μετοχών αλλάζει καθημερινά, καθώς οι τιμές των μετοχών μεταβάλλονται, αλλά και ετησίως όταν ανακοινώνονται τα κέρδη της εταιρίας. Αυτό σημαίνει ότι για τη λήψη μίας επενδυτικής απόφασης, το P/E πρέπει να υπολογίζεται λαμβάνοντας υπόψη τα πιο πρόσφατα διαθέσιμα στοιχεία. Η χρήση παράκαιρων στατιστικών στοιχείων P/E είναι δυνατόν να οδηγήσει σε χαμηλών ή και αρνητικών αποδόσεων επενδύσεις.

Η Χρησιμότητα και η Ερμηνεία του Δείκτη

Μετά από τον υπολογισμό του P/E ξεκινά η δυσκολία καθορισμού της χρησιμότητάς του. Η λογική για τη χρησιμότητα του P/E έγκειται στο γεγονός ότι η τιμή της μετοχής μιας εταιρίας πρέπει να αντανακλά την κερδοφορία της. Ακολουθώντας αυτή τη λογική, μια εταιρία που έχει πολύ υψηλά κέρδη

ανά μετοχή πρέπει επίσης να έχει και μεγάλη χρηματιστηριακή αξία. Κατά αυτή την έννοια μια εταιρία με χαμηλά κέρδη ή ζημιές πρέπει να έχει μικρή χρηματιστηριακή αξία.

Ένας χαμηλός δείκτης P/E, σε συνδυασμό με μια χαμηλή τιμή μετοχής και μεγάλα κέρδη αποτελεί ένδειξη ότι η μετοχή είναι υποτιμημένη και θα πρέπει να ανέβει στο άμεσο ή στο απώτερο μέλλον, επειδή λόγω της ελκυστικότητάς της, οι επενδυτές θα "τρέξουν" να την αγοράσουν. Το σκεπτικό αυτό βασίζεται στο σκεπτικό ότι μια εταιρία με υψηλή χρηματιστηριακή αξία και χαμηλά κέρδη είναι υπερτιμημένη και η τιμή της θα πρέπει λογικά να υποχωρήσει.

Παρόλο που τα προαναφερθέντα δεδομένα αποτελούν απόρροια της κοινής λογικής είναι πολύ δύσκολο να φτάσουμε σε κάποιο χρήσιμο ή εξαντλητικό συμπέρασμα απλά με τη χρήση του P/E μιας εταιρίας χωρίς να κάνουμε κάποιες συγκρίσεις ή χωρίς να χρησιμοποιήσουμε και άλλα ίσως κριτήρια .

Για παράδειγμα, θα είναι λάθος να καταλήξουμε στο απόλυτο συμπέρασμα ότι ένα P/E της τάξης του 10x σημαίνει ότι η μετοχή είναι σίγουρα υποτιμημένη και ότι πρέπει να αγοραστεί διότι θα ανέβει στο μέλλον ή ότι μια μετοχή με P/E 30x είναι υπερτιμημένη και θα πρέπει να πωληθεί γιατί δεν δείχνει να έχει άλλα περιθώρια ανόδου.

Γενικά ο δείκτης αυτός είναι πολύ χρήσιμος σαν ένα εργαλείο σύγκρισης. Δύο από τις συγκρίσεις που γίνονται συνήθως από τους επενδυτές είναι οι ακόλουθες:

1) Ανάμεσα στο P/E μιας συγκεκριμένης μετοχής και το μέσο P/E όλων των μετοχών που διαπραγματεύονται στο συγκεκριμένο Χρηματιστήριο.

2) Ανάμεσα στο P/E μιας συγκεκριμένης μετοχής και το μέσο P/E των άλλων εταιριών που συμμετέχουν στον ίδιο κλάδο.

Ένα παράδειγμα λοιπόν είναι η σύγκριση του δείκτη P/E της εξεταζόμενης εταιρίας με το μέσο P/E όλων των μετοχών που διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο. Ο αριθμός αυτός δείχνει, σε γενικές γραμμές, αν η μετοχή είναι υπερτιμημένη ή υποτιμημένη σε σχέση με τις άλλες μετοχές της ίδιας της χρηματιστηριακής αγοράς.

Αυτή η γενική σύγκριση μπορεί να γίνει, αλλά, επειδή υπάρχουν μεγάλες διαφορές ανάμεσα στους δεκάδες κλάδους που αντιπροσωπεύουν τις εταιρίες που διαπραγματεύονται σε ένα χρηματιστήριο, θα πρέπει να έχει μικρή βαρύτητα στη λήψη μιας πιθανής επενδυτικής απόφασης. Η σύγκριση βέβαια μεταξύ εταιριών του ίδιου κλάδου είναι πιο χρήσιμη και ουσιαστική. Επίσης μία σύγκριση είναι πολύ πιο χρήσιμη για μια εταιρία σε έναν κλάδο που περιέχει πολλές και όχι λίγες όμοιες εταιρίες (π.χ. όπως πάνω από 20 ή 30 εταιρίες).

Οι Βασικοί Λόγοι για την Ύπαρξη Υψηλών και Χαμηλών P/E

Όπως γίνεται αντιληπτό από την παραπάνω ανάλυση, ο δείκτης P/E χρησιμοποιείται ως μέτρο ή ως κριτήριο για τον καθορισμό του βαθμού στον οποίο μια μετοχή είναι υπερτιμημένη ή υποτιμημένη. Αυτή η αξιολόγηση όμως χαρακτηρίζεται από το στοιχείο της υποκειμενικότητας.

Για παράδειγμα δεν είναι ασυνήθιστο για δύο διαφορετικούς χρηματιστηριακούς αναλυτές να μεταφράσουν το δείκτη P/E μιας συγκεκριμένης εταιρίας και να εξάγουν εντελώς διαφορετικά συμπεράσματα για την αξία των μετοχών. Το βασικό θέμα διαφωνίας στην αιτιολόγηση του

βαθμού στον οποίο μια μετοχή έχει υψηλή ή χαμηλή τιμή (άρα και P/E) είναι

οι μελλοντικές προοπτικές κερδοφορίας που ανοίγονται για την εταιρία, τις οποίες, ο καθένας μπορεί ενδεχομένως να βλέπει με διαφορετικό "μάτι".

Η πιο χαρακτηριστική περίπτωση για την ύπαρξη ασυνήθιστα υψηλών P/E αφορά εταιρείες που χαρακτηρίζονται από ιδιαίτερα υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης. Ο λόγος είναι ότι οι επιδόσεις τους, όσον αφορά τα μελλοντικά τους κέρδη, αναμένεται να είναι σημαντικά μεγαλύτερες σε σχέση με τις επιδόσεις των τελευταίων ετών. Σημειώνεται ότι η τιμή μιας μετοχής, δηλαδή η τιμή P στο P/E, συνυπολογίζει μελλοντικά κέρδη που αναμένεται να είναι υψηλά στην περίπτωση μιας ταχέως αναπτυσσόμενης εταιρίας. Την ίδια στιγμή όταν χρησιμοποιούνται τα ιστορικά κέρδη ανά μετοχή, που αντιστοιχούν στο E του P/E, τότε αυτά είναι πιθανώς χαμηλότερα σε σχέση με τα αναμενόμενα μελλοντικά κέρδη. Εξαιτίας του γεγονότος ότι στην περίπτωση αυτή ο δείκτης χρησιμοποιεί ένα μέγεθος από το μέλλον και ένα μέγεθος που ανάγεται στο παρελθόν, καθώς οι δύο περίοδοι (παρελθόν και μέλλον) διαφέρουν δραστικά, το P/E μπορεί να είναι εξαιρετικά υψηλό.

Τα Στερεότυπα γύρω από το Δείκτη P/E

Οι εταιρίες συγκεκριμένων βιομηχανικών κλάδων (βασικών μετάλλων, τροφίμων, κλπ.) διατηρούν ένα σταθερό (ή τουλάχιστον σε ένα μικρό εύρος διακύμανσης) δείκτη P/E για μεγάλα χρονικά διαστήματα. Αυτό βέβαια μπορεί να αλλάξει, εφόσον υπάρξει μια αλλαγή των θεμελιωδών μεγεθών στη βιομηχανία. Ειδικότερα πρέπει να επισημανθεί ότι για βασικές κατηγορίες εταιριών είναι δυνατό να γίνει πρόβλεψη του δείκτη P/E. Σε αντίθεση με τις παραπάνω κατηγορίες εταιριών, μικρές εταιρίες υψηλής τεχνολογίας, όπως αυτές του κλάδου των υπολογιστών και πιο πρόσφατα της βιοτεχνολογίας,

έχουν συχνά υψηλά P/E σε σχέση με την υπόλοιπη αγορά. Ο λόγος για το

οποίο έχουν υψηλά P/E συνίσταται στο γεγονός ότι, όσον αφορά αυτούς τους κλάδους υπάρχουν δυνατότητες για υψηλά μελλοντικά κέρδη, σε αντίθεση με τους κλάδους που αναφέρθηκαν πιο πριν. Με την δημιουργία ενός μικροτσίπ για ηλεκτρονικούς υπολογιστές ή ενός φαρμάκου με υψηλές θεραπευτικές ιδιότητες και επακόλουθες πωλήσεις, οι εταιρίες αυτού του τύπου μπορούν να έχουν ταχεία επιτυχία και ετήσια αύξηση των κερδών τους της τάξης του 100% ή 200%. Οι συγκεκριμένες αυτές περιπτώσεις διαφέρουν από τις μεγάλες εταιρίες που εμφανίζουν σταθερή ανάπτυξη (growth). Η διαφορά έγκειται στο γεγονός ότι δεν υπάρχει τάση μεγέθυνσης, παρά μόνο δυνατότητες. Οι τιμές τους είναι υψηλές γιατί οι επενδυτές έχουν μεγάλες προσδοκίες, γεγονός που σημαίνει ότι αυτές οι τιμές δεν δικαιολογούνται από τις επιδόσεις των κερδών στο παρελθόν. Αντιθέτως, πληρώνουν αυτές τις αδικαιολόγητα υψηλές τιμές για την εκάστοτε μετοχή με την προσδοκία ότι η εταιρία τους θα είναι εκείνη που θα δημιουργήσει το επόμενο πρωτοποριακό προϊόν και θα αποκτήσει με τον τρόπο αυτόν, τεράστια κέρδη.

Οι μεγαλύτερες και οι πιο γνωστές εταιρίες, οι μετοχές των λεγόμενων blue chips, σπάνια θα έχουν δείκτες P/E που θα είναι εξαιρετικά υψηλοί, γιατί οι εργασίες τους είναι καθορισμένες και οι πιθανότητες δημιουργίας ενός προϊόντος που θα διπλασιάσει τα κέρδη τους είναι πολύ μικρότερη από την αντίστοιχη των μικρότερων επιχειρήσεων, όπως εκείνων της υψηλής τεχνολογίας.

Συμπερασματικά, ο δείκτης P/E είναι μια ενδιαφέρουσα μεταβλητή η οποία χρησιμοποιείται συχνά από αναλυτές μετοχών. Δείχνει πόσες φορές τα τρέχοντα κέρδη (ΚΑΜ τελευταίας χρήσης) αξίζει η μετοχή. Για δύο καθ' όλα όμοιες εταιρείες, εκτός από τις τιμές του πολλαπλασιαστή κερδών, προφανώς θα επιλεγεί

η μετοχή με το μικρότερο P/E, δηλαδή η «φθηνότερη». Όμως, θα πρέπει να γνωρίζουμε ότι είναι πάρα πολύ δύσκολο (ίσως και αδύνατο) να προσδιορίσουμε ένα κανονικό P/E για μια μετοχή, το οποίο να μπορούμε να συγκρίνουμε με το P/E της αγοράς. Το P/E αγοράς όπως συνήθως υπολογίζεται, βασίζεται στο ΚΑΜ της τελευταίας χρήσης (ή σε προβλέψεις για τα ΚΑΜ της επόμενης χρήσης). Κατά συνέπεια, δεν εκφράζει τον πραγματικό πολλαπλασιαστή ΚΑΜ αγοράς, αφού η αγορά δεν προεξοφλεί τα ΚΑΜ ενός έτους, αλλά μια μελλοντική σειρά ΚΑΜ, κατάλληλα προσαρμοσμένα για το κόστος ευκαιρίας των κερδών που επανεπενδύονται. Οι διαστρεβλώσεις που δημιουργούνται από τις διαφορετικές λογιστικές πρακτικές αποσβέσεων πρέπει να λαμβάνονται υπόψη κατά τη διαδικασία επιλογής μετοχών.

Αν η Χρηματιστηριακή Αγορά λειτουργεί αποτελεσματικά, τότε δεν υπάρχουν υψηλά ή χαμηλά P/E, όπως φυσικά δεν υπάρχουν υπερβολικά υψηλές και χαμηλές τιμές μετοχών. Σε αποτελεσματικές αγορές, το κανονικό (θεμελιώδες) P/E, όπως και η τιμή της μετοχής, αποτελούν τις καλύτερες δυνατές εκτιμήσεις της οικονομικής αξίας της μετοχής και συνεπώς, η τιμή της μετοχής αντανακλά την οικονομική αξία της. Σ' αυτήν την περίπτωση, το θεμελιώδες P/E είναι συνάρτηση των ΚΑΜ, του ΜΑΜ, της αύξησης των ΚΑΜ και του κινδύνου της μετοχής. Επιλογή μετοχών με βάση τις τιμές δημοσιευμένων P/E ή μέσω των όρων P/E, ομοειδών εταιρειών συνήθως δεν αποφέρει σημαντικά κέρδη, δηλαδή κέρδη μεγαλύτερα από τα αναμενόμενα βάσει του κινδύνου της μετοχής.

2.2.2. Τιμή μετοχής / Λογιστική αξία (Price / Book Value)

Είναι ο λόγος της τιμής προς τη λογιστική αξία της μετοχής. Η λογιστική αξία μιας μετοχής προκύπτει από τη διαίρεση του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας με τον αριθμό των μετοχών. (Τα ίδια κεφάλαια της εταιρείας αποτελούνται από το καταβεβλημένο μετοχικό κεφάλαιο, τις διαφορές από την έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο και τα αποθεματικά παλαιών και νέων χρήσεων. Όσο πιο μικρή είναι η τιμή του δείκτη, όλων των άλλων παραγόντων παραμενόντων σταθερών, τόσο πιο ελκυστική θεωρείται η τιμή της μετοχής).

Όταν αγοράζουμε μετοχές μιας εταιρείας, αγοράζουμε δύο πράγματα. Το πρώτο αφορά ένα ποσοστό της αξίας των στοιχείων του ενεργητικού της εταιρείας (ακίνητα, μηχανήματα, πρώτες ύλες κλπ.) που έχουν χρηματοδοτηθεί με ίδια κεφάλαια. Το δεύτερο αφορά ένα ποσό της αξίας των άυλων στοιχείων της (όνομα, φήμη, πελατεία, τεχνογνωσία, οργάνωση, κλπ.).

Για την αγορά μιας μετοχής, ο αγοραστής μετοχών είναι διατεθειμένος να καταβάλει ένα ποσό πλέον της αξίας των στοιχείων του ενεργητικού ανά μετοχή, επειδή ο πωλητής παραδίδει, εκτός από το χαρτοφυλάκιο των στοιχείων του ενεργητικού, μια ολοκληρωμένη μονάδα ήδη παράγουσα και πωλούσα προϊόντα και υπηρεσίες σε οργανωμένες αγορές. Όλες οι απαιτούμενες διαδικασίες για τη συγκρότηση των επί μέρους περιουσιακών στοιχείων σε οργανωμένη μονάδα, παράγουν αφανείς αξίες οι οποίες αποτιμούνται σε χρηματιστηριακές αγορές.

Όταν η τιμή του δείκτη της χρηματιστηριακής τιμής προς τη λογιστική αξία είναι ίση με τη μονάδα, ο αγοραστής πληρώνει μόνον για την απόκτηση των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας. Όταν η τιμή του δείκτη είναι μικρότερη της μονάδας, ο αγοραστής αγοράζει τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας σε

τιμή μικρότερη από την τιμή κτήσεώς τους. Όταν η τιμή του δείκτη είναι μεγαλύτερη της μονάδας, τότε ο αγοραστής πληρώνει και για τα άυλα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας. Από κύκλους της αγοράς αναφέρεται ότι ο δείκτης βρίσκεται σε κανονικά επίπεδα, όταν η τιμή του βρίσκεται μεταξύ 2 και 3.

Γενικά μπορούμε να πούμε:

1. Όσο πιο μικρή είναι η τιμή του δείκτη, τόσο πιο μικρό είναι το τίμημα για τη φήμη και πελατεία της εταιρείας (άυλα περιουσιακά στοιχεία).
2. Όσο πιο μικρή είναι η τιμή του δείκτη, όλων των άλλων παραγόντων παραμενόντων σταθερών, τόσο πιο μικρό είναι το περιθώριο πτώσης της τιμής της μετοχής.

Πρέπει να σημειώσουμε ότι ο δείκτης αυτός έχει αποδειχθεί πολύ χρήσιμος για επιλογή μετοχών, ιδιαίτερα όταν ο παρονομαστής ορίζεται είτε ως η τρέχουσα αξία αντικατάστασης των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας, είτε ως η εσωτερική αξία της εταιρείας, δηλαδή, η τιμή κτήσης των περιουσιακών στοιχείων μαζί με τις υπεραξίες της εταιρείας, αν είναι γνωστές. Να σημειώσουμε επίσης ότι πολλές εμπειρικές μελέτες έχουν δείξει πως ο δείκτης τιμή/λογιστική αξία επηρεάζει τις αποδόσεις των μετοχών ή τις χρηματιστηριακές τιμές των μετοχών.

2.2.3. Τιμή μετοχής / Πωλήσεις (Price / Sales)

Ένας άλλος δείκτης που μπορεί να χρησιμοποιηθεί στην αποτίμηση είναι Τιμή μετοχής / Πωλήσεις (Price / Sales) ή P/S ratio. Αυτός συσχετίζει την τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή μιας μετοχής με τις συνολικές πωλήσεις της εταιρείας ανά μετοχή. Υπολογίζεται διαιρώντας τη χρηματιστηριακή κεφαλαιοποίηση της εταιρείας (τρέχουσα τιμή X αριθμός μετοχών) ή διαιρώντας την τρέχουσα τιμή της μετοχής με τις πωλήσεις ανά μετοχή.

$$P/S = \text{Market Capitalization} / \text{Revenues} \text{ ή } P/S = \text{Stock} / \text{Sales Price Per Share}$$

Ο δείκτης P/S ομοίως με τον P/E αντανακλά την αξία που έχουν οι πωλήσεις στην αγορά. Όσο χαμηλότερος είναι τόσο μεγαλύτερη είναι η αξία τουλάχιστον αυτή είναι η συμβατική λογική. Παρ' όλα αυτά δεν πρέπει σε καμία περίπτωση αυτός ο δείκτης να χρησιμοποιείται μεμονωμένα.

Πιο αναλυτικά, ο δείκτης αυτός μπορεί να αντιμετωπισθεί ως γινόμενο του price-earnings ratios και earnings-to-sales ratios. Κατά συνέπεια, εκτός από τους παράγοντες που εξηγούν την απόκλιση σε αναλογίες P/E, τα price-to-sales ratios πρέπει να ποικίλουν με τα αναμενόμενα περιθώρια κέρδους. Εταιρείες με υψηλότερα αναμενόμενα περιθώρια κέρδους πρέπει να αξίζουν περισσότερο σε χρηματικές πωλήσεις. Γι' αυτό το λόγο κάποιος μπορεί να περιμένει, για παράδειγμα, μια φαρμακοβιομηχανία να έχει υψηλότερο Price-to-sales ratio από μια αλυσίδα καταστημάτων παντοπωλείων: ή γιατί κάποιος θα περίμενε το Price-to-sales ratio να είναι υψηλότερο όταν μια εταιρία έχει ένα ισχυρό εμπορικό σήμα.

2.2.4 Τιμή μετοχής / Χρηματοροές (Price / Cash Flow)

Ο δείκτης Price-to-cash flow ratio, όπως χρησιμοποιείται στην πράξη, σπάνια υιοθετεί ένα καθαρό μέτρο ταμειακών ροών στον παρονομαστή. Οι ταμειακές ροές από τις λειτουργίες επηρεάζονται συχνά από τις προσωρινές διακυμάνσεις στους λογαριασμούς κεφαλαίου κίνησης, και παρέχουν έτσι έναν δείκτη τιμών ο οποίος όταν χρησιμοποιείται μόνος του προκαλεί εντύπωση. Από την άλλη, τα πολλαπλάσια ροής τιμής-μετρητών που χρησιμοποιούνται στην πράξη, συνήθως αναφέρονται σε ένα πολλαπλάσιο των αποδοχών πριν από την υποτίμηση, ή σε κάποιο παρόμοιο μέτρο. Ένας συνήθως χρησιμοποιούμενος παρονομαστής είναι ο EBITDA, ή λειτουργικά κέρδη προ τόκων και φόρων, αποσβέσεις και χρεολύσιο. Σημειώνουμε ότι μια τέτοια αναλογία πρέπει να είναι χωρίς μόχλευση (συμπεριλαμβανομένης της αξίας του χρέους στον αριθμητή) επειδή ο παρονομαστής απεικονίζει τις αποδοχές πριν από το επιτόκιο.

2.2.5 Γενικές παρατηρήσεις για την ανάλυση με δείκτες

Συμπερασματικά μπορούμε να πούμε ότι όταν η αγορά είναι αποτελεσματική (όλοι έχουν τις ίδιες πληροφορίες) και υπάρχει συναίνεση ως προς την τιμή των σημαντικότερων μεταβλητών που επηρεάζουν την τιμή της μετοχής, τότε, ενώ η ύπαρξη αναλυτών είναι αναγκαία για την αποτελεσματική λειτουργία της αγοράς, οι συμβουλές τους ως προς την επιλογή επικερδών μετοχών δεν είναι απαραίτητες για τους επενδυτές (αγοραστής / πωλητής), αφού κατά μέσο όρο οι τιμές αγοράς των μετοχών αποτελούν την καλύτερη δυνατή εκτίμηση της οικονομικής αξίας τους. Πιθανές αποκλίσεις από την οικονομική αξία της μετοχής μπορούν να υπάρχουν, αλλά η μέση τιμή τους θα τείνει προς το μηδέν και ως εκ τούτου, αγорές/πωλήσεις μετοχών βάσει των οδηγιών των αναλυτών δε θα αποδώσουν μακροπρόθεσμα αποδόσεις μεγαλύτερες απ' αυτές που αναμένονται σύμφωνα με τον κίνδυνο των μετοχών. Το αυτό ισχύει και για όλους τους άλλους δείκτες που χρησιμοποιούνται από τους αναλυτές.

2.2.6. Δομικά Προβλήματα Αριθμοδεικτών

Οι δείκτες που αναφέραμε, όπως επίσης και οι υπόλοιποι που χρησιμοποιούνται για την επιλογή μετοχών, έχουν σημαντικά μειονεκτήματα. Μερικά από τα πιο σημαντικά είναι τα ακόλουθα:

1. Συνήθως αγνοείται ο κίνδυνος των αναμενόμενων κερδών των υπό αξιολόγηση μετοχών.
2. Είναι στατικοί, αφού ο υπολογισμός τους βασίζεται σε ιστορικά στοιχεία μερικών ετών.
3. Με τους περισσότερους δείκτες (εκτός του P/E) δεν εκτιμούμε την οικονομική αξία της μετοχής.
4. Χρειάζεται μεγάλη προσοχή για την κατηγοριοποίηση των εταιρειών σε ομοειδείς εταιρείες.
5. Βασίζονται σε λογιστικά ιστορικά στοιχεία τα οποία δεν αντανακλούν την τρέχουσα τιμή του δείκτη. Επίσης, οι διαφορετικές λογιστικές πρακτικές για τον προσδιορισμό των καθαρών κερδών μετά από φόρους, καθιστούν τα κέρδη ανά μετοχή ομοίων εταιρειών, μη συγκρίσιμα.
6. Δε λαμβάνουν υπόψη τις προοπτικές της εταιρείας.

2.3. ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΑΠΟΛΥΤΩΝ ΚΑΙ ΣΧΕΤΙΚΩΝ ΜΟΝΤΕΛΩΝ

Η αποτίμηση που βασίζεται είτε στο DCF μοντέλο, είτε στο RIV μοντέλο, απαιτεί λεπτομερείς πολυετείς προβλέψεις για ποικίλες παραμέτρους, συμπεριλαμβανομένης της ανάπτυξης, της κερδοφορίας και του κόστους κεφαλαίου. Αυτές οι τεχνικές παρέχουν το κατάλληλο εννοιολογικό πρότυπο σχετικά με το τι δημιουργεί την αξία, και προσφέρουν το πλεονέκτημα να ‘αναγκάσουν’ τον αναλυτή να καταστήσει τις προβλέψεις του ρητές-σαφείς. Κάνοντάς το, μπορεί να τον βοηθήσει να αποφύγει τις μη ρεαλιστικές ή εσωτερικά ασυμβίβαστες υποθέσεις, αλλά να θέσει υψηλές απαιτήσεις στον αναλυτή. Επιπλέον, οι λεπτομερείς προσεγγίσεις είναι τρωτές στις ιδιοσυγκρασιακές λανθασμένες εκτιμήσεις του αναλυτή. Υπενθυμίζουμε πόσο μεγάλος είναι ο αντίκτυπος στην εκτιμώμενη αξία και πως μπορεί να προκύψει από μια μεταβολή 2% στο κόστος κεφαλαίου -και τα λάθη αυτού του μεγέθους είναι κατανοητά λαμβάνοντας υπόψη την τρέχουσα αβεβαιότητα για το πώς το κόστος κεφαλαίου πρέπει να μετρηθεί.

Από την άλλη μεριά, η αποτίμηση βασισμένη σε πολλαπλάσια τιμών (δείκτες) για συγκρίσιμες εταιρίες είναι λιγότερο απαιτητική. Μπορεί επίσης να αποφύγει το ιδιοσυγκρασιακό λάθος εκτίμησης του αναλυτή με το "να αφήσει την αγορά να αποφασίσει" μερικές από τις παραμέτρους αξιολόγησης. Παραδείγματος χάριν, η εφαρμογή ενός πολλαπλασίου τιμής-αποδοχών (price-earnings multiple) δεν απαιτεί τον απόλυτο υπολογισμό του κόστους κεφαλαίου μιας εταιρίας ή του ποσοστού αύξησης. Απλά υποθέτει ότι όποιες και να είναι οι τιμές τέτοιων παραμέτρων, είναι παρόμοιες με εκείνες των εταιρειών που κρίνονται "συγκρίσιμες". Φυσικά, ότι κερδίζεται (ή χάνεται) βασισμένο στην εκτίμηση της

αγοράς άλλων εταιριών, εξαρτάται αυστηρά από το πόσο στενά συγκρίσιμες είναι οι εταιρίες.

Μια τέτοια εξάρτηση περιλαμβάνει επίσης μια ορισμένη κυκλικότητα. Εάν όλη η αξιολόγηση που βασιζόταν στα ίδια κεφάλαια, βασιζόταν απλά σε συγκρίσιμα μεγέθη, τότε η λανθασμένη αποτίμηση μιας εταιρείας θα σήμαινε λανθασμένη αποτίμηση και μιας άλλης εταιρείας, κ.ο.κ. Για να αποφύγει κάποιος αυτόν τον φαύλο κύκλο, θα πρέπει τελικά να διεξάγει μια ανάλυση βασισμένη σε άλλα μοντέλα εκτός από απλά συγκρίσιμα μεγέθη.

Κάθε μια από τις εναλλακτικές προσφέρει το δικό της σύνολο πλεονεκτημάτων . Δεν υπάρχει καμία "καλύτερη" μέθοδος αξιολόγησης, κάτι το οποίο εξηγεί γιατί οι αναλυτές τείνουν στο να εφαρμόζουν διάφορες μεθόδους στο ίδιο πλαίσιο.

ΜΕΡΟΣ Β΄**ΜΕΛΕΤΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗΣ - ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ****LOXI A.E.****ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο - ΕΙΣΑΓΩΓΗ - ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ**

Αφού προσεγγίσαμε το θέμα της αποτίμησης σε θεωρητικό επίπεδο και αναλύσαμε τις κυριότερες μεθόδους κρίνεται απαραίτητο να εφαρμόσουμε τη διαδικασία της αποτίμησης σε μία **υποθετική** ελληνική επιχείρηση εισηγμένη στο Χ.Α.Α. έτσι ώστε να χρησιμοποιηθούν και τα απόλυτα αλλά και τα σχετικά μοντέλα. Η εταιρεία που επιλέχθηκε είναι η Loxi A.E. που έστω ότι δραστηριοποιείται στην αγορά των φαρμάκων σε διεθνές επίπεδο.

Η διαδικασία θα ξεκινήσει από την ανάλυση του ομίλου Loxi καθότι περιλαμβάνεται από αρκετές εταιρείες οι οποίες δεν εδρεύουν όλες στην Ελλάδα. Έπειτα θα ακολουθήσει παρουσίαση της αγοράς (φαρμάκων κυρίως) που είναι πολύ σημαντική για την περαιτέρω διαμόρφωση προβλέψεων γύρω από την εταιρεία καθότι έχει πολλές ιδιαιτερότητες. Στη συνέχεια θα επιχειρηθεί η χάραξη του επενδυτικού πλάνου της εταιρείας με βάση κυρίως τα πλάνα που έχουν ήδη παρουσιάσει τα ανώτερα στελέχη της. Τέλος θα εφαρμοστούν οι κυριότερες μέθοδοι που παρουσιάστηκαν και θα αναλυθούν τα αποτελέσματα.

Όλα τα νούμερα που χρησιμοποιούνται είναι υποθετικά και δε βασίζονται σε πραγματικά στοιχεία.

3.1. ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ

Η Loxi είναι σήμερα ο μεγαλύτερος ολοκληρωμένος Όμιλος Έρευνας και Ανάπτυξης, παραγωγής, εισαγωγής, εμπορίας και διανομής φαρμάκων, καλλυντικών και προϊόντων υγείας στην Ελλάδα με έντονη διεθνή δραστηριότητα.

Με σύγχρονες εγκαταστάσεις σε ολόκληρη την ελληνική επικράτεια, τη Γαλλία, την Κύπρο και τις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής, συνεργάζεται με τις μεγαλύτερες παγκοσμίως εταιρείες φαρμάκων και καλλυντικών και είναι σε θέση να παρέχει προϊόντα δικής της τεχνολογίας αλλά και υψηλού επιπέδου υπηρεσίες τόσο στο φαρμακοποιοό όσο και στον καταναλωτή. Βασικό στόχο αποτελεί η βελτίωση της ποιότητας της ζωής του ανθρώπου.

Με ηγετική παρουσία στην ελληνική αγορά, η Loxi έχει δημιουργήσει όλες τις προϋποθέσεις για την κατάκτηση σημαντικής θέσης σε διεθνές επίπεδο. Η επικέντρωση της στρατηγικής της στο χώρο του φαρμακείου, η Έρευνα και Ανάπτυξη, αλλά και οι σημαντικές διεθνείς συμφωνίες υπό διαπραγμάτευση αποτελούν την κινητήρια δύναμή της.

Στην Ελλάδα η Loxi αναπτύσσει, αντιπροσωπεύει, παράγει, διακινεί και προωθεί προϊόντα ιδίας έρευνας και ανάπτυξης, καθώς και προϊόντα τρίτων, ενώ παραμένει ο ισχυρότερος συνεργάτης στον τομέα των υπηρεσιών.

Τα μερίδια αγοράς στις σημαντικότερες κατηγορίες προϊόντων που διακινεί είναι:

- 1η θέση στα αντισηπτικά με 57%.
- 1η θέση στα νιτρώδη (κατηγορία φαρμάκων που αφορά στις καρδιαγγειακές παθήσεις) με 33,6%.

- 2η θέση στα νοοτρόπα με 36% (κατηγορία φαρμάκων που αφορά το Κεντρικό Νευρικό Σύστημα).
- 4η θέση στα αντιφθαιρικά φάρμακα με 8,7%.

Στο χώρο των δερμοκαλλυντικών η Loxi κατέχει μερίδιο αγοράς 4,6% στην αγορά φαρμακείου, μέσω των ίδιας έρευνας και ανάπτυξης προϊόντων της θυγατρικής της CLD, βάση έρευνας ΠΣΒΑΚ 2003.

Στον χώρο των Υπηρεσιών, το δίκτυο πωλήσεων της Loxi στηρίζεται στη μεγαλύτερη ιδιωτική φαρμακαποθήκη στην Ελλάδα, τη LOXIAS , αλλά και στο ισχυρό κέντρο διανομής της, τη PL, με μερίδιο αγοράς 21% (πρώτη θέση).

Σε παγκόσμιο επίπεδο, η Loxi δραστηριοποιείται στην Έρευνα και Ανάπτυξη, όπου ο Όμιλος θεωρείται πρωτοπόρος στις τεχνολογίες χορήγησης φαρμάκων.

Προϊόντα

Τα προϊόντα και εμπορεύματα που παράγει, εμπορεύεται και διανέμει ο Όμιλος LOXI κατηγοριοποιούνται σε α) φάρμακα και β) δερμοκαλλυντικά και Μη Συνταγογραφούμενα Φάρμακα (OTC) τα οποία διατίθενται αποκλειστικά από τα φαρμακεία.

α) Φάρμακα

Τα φάρμακα είναι σκευάσματα τα οποία διατίθενται αποκλειστικά με ιατρική συνταγή και τα οποία διατίθενται αποκλειστικά από τα φαρμακεία. Οι κατηγορίες των φαρμάκων στις οποίες δραστηριοποιείται η LOXI HELLAS είναι για τα παρακάτω συστήματα:

- Πεπτικό (κατά του έλκους - καθαρτικό)
- Κυκλοφορικό (για την αντιμετώπιση της υπέρτασης - νιτρώδη)
- Κεντρικό Νευρικό (κατά της άνοιας)

- Αναπνευστικό (για την αντιμετώπιση του Άσθματος και της Χρόνιας Αποφρακτικής Πνευμονοπάθειας -ΧΑΠ)
- Μυοσκελετικό (Μη Στεροειδές Αντιφλεγμονώδες φάρμακο για την αντιμετώπιση των αρθροπαθειών, του οξέος πόνου και της δυσμηνόρροιας) .
- Ανοσοποιητικό (για την αντιμετώπιση του ιού HPV και τη θεραπεία του Βασικοκυτταρικού καρκίνου του δέρματος) .
- Καλυπτήριο (κατά της ακμής, αντισηψία, μυκητιάσεις)

β) Δερμοκαλλυντικά

Τα δερμοκαλλυντικά προϊόντα είναι σκευάσματα που καλύπτουν τις καθημερινές ανάγκες και περιποίησης της επιδερμίδας. Ο όμιλος LOXI, μέσω της CLD, προωθεί στην αγορά φαρμακείου τις μάρκες ίδιας έρευνας και ανάπτυξης.

γ) Μη Συνταγογραφούμενα Φάρμακα (ΜΗΣΥΦΑ) (OTC)

Τα Μη Συνταγογραφούμενα Φάρμακα (ΜΗΣΥΦΑ) είναι σκευάσματα για τη διάθεση των οποίων δεν απαιτείται ιατρική συνταγή και τα οποία διατίθενται αποκλειστικά από τα φαρμακεία. Κατά το 2006, έξι ήταν οι μεγαλύτεροι πελάτες της Εταιρίας οι οποίοι ξεπέρασαν το 5% το πωλήσεων της, ήτοι η κατά 99,9% θυγατρική της LOXI HELLAS A.E. (ποσοστό 40,4% επί του συνολικού κύκλου εργασιών ύψους € 48.590 χιλ.), η κατά 68,5% θυγατρικής της CLD A.E. (ποσοστό 12,2% επί του συνολικού κύκλου εργασιών ύψους € 48.590 χιλ.), η SA A.E.B.E. (ποσοστό 10,8% επί του συνολικού κύκλου εργασιών ύψους € 48.590 χιλ.), η NP S.P.A. (ποσοστό 10,7% επί του συνολικού κύκλου εργασιών ύψους € 48.590 χιλ.), η SWI (ποσοστό 6,7% επί του συνολικού κύκλου εργασιών ύψους € 48.590 χιλ.) και η KER S.P.A. (ποσοστό 5,5% επί του συνολικού κύκλου εργασιών ύψους € 48.590 χιλ.) και οι οποίοι αποτελούν το 86,3% του συνολικού

κύκλου εργασιών της Εταιρίας (ποσοστό 52,6% επί του συνολικού κύκλου εργασιών αποτελούν οι θυγατρικές της εταιρίες και ποσοστό 33,7% επί του συνολικού κύκλου εργασιών αποτελούν οι λοιπές εταιρίες).

Υπηρεσίες

Εμπορία: Loxi AS

Εταιρεία εμπορίας φαρμάκων, καλλυντικών και προϊόντων υγείας με έξι συνολικά κέντρα αποθήκευσης σε όλη την επικράτεια. Διαθέτει επίσης και το πλέον πρωτοποριακό πρόγραμμα διαχείρισης φαρμακείου.

Διανομή: PL

Πανελλαδική κάλυψη με δύο υπερσύγχρονα κέντρα διανομής σε Αθήνα και Θεσσαλονίκη

Εξειδικευμένες υπηρεσίες στα φαρμακεία: PP

Συνεργάτης του Φαρμακοποιού για τον εκσυγχρονισμό και την κάλυψη των αναγκών του Φαρμακείου (merchandising, εκπαίδευση, μηχανοργάνωση).

Διαχείριση Φαρμακείου: Loxinet

Πρόγραμμα μηχανοργάνωσης που καλύπτει τις ανάγκες του σύγχρονου φαρμακείου μέσα από μια σειρά παροχών.

3.2. ΣΥΝΟΠΤΙΚΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΗΣ LOXI

ΟΜΙΛΟΣ LOXI		
(σε χιλιάδες ΕΥΡΩ)	2005	2006
Κύκλος Εργασιών	233.189	230.265
Κέρδη προ φόρων	6.602	4.414
Κέρδη μετά από φόρους	3.175	3.165
Πάγιο ενεργητικό	85.225	84.081
Συμμετοχές	207	205
Λοιποί λογαριασμοί Ενεργητικού	335	242
Αποθέματα	12.133	15.442
Πελάτες και λοιπές απαιτήσεις	79.119	90.602
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	17.682	6.023
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	194.701	196.595
Ίδια Κεφάλαια	8.064	10.038
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	15.775	39.122
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	170.862	147.435
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	194.701	196.595

LOXI A.E.		
(σε χιλιάδες ΕΥΡΩ)	2005	2006
Κύκλος Εργασιών	54.871	48.590
Κέρδη προ φόρων	3.837	9.787
Κέρδη μετά από φόρους	2.497	7.376
Πάγιο ενεργητικό	59.267	57.837
Συμμετοχές	90.389	94.321
Λοιποί λογαριασμοί Ενεργητικού	12.269	12.215
Αποθέματα	2.430	2.293
Πελάτες και λοιπές απαιτήσεις	34.195	43.829
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	13.526	2.484
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	212.076	212.979
Ίδια Κεφάλαια	113.059	120.435
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	5.275	7.768
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	93.742	84.776
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	212.076	212.979

(βλ. Παράρτημα Α')

ΑΝΑΛΥΣΗ S.W.O.T**Strengths** (Δυνάμεις):

- Η Loxi κατέχει μακρόχρονη εμπειρία και τεχνογνωσία στο χώρο των φαρμάκων και έχει αναπτύξει ένα ιδιαίτερα ισχυρό brand name (πρώτη σε μερίδια σε ομάδες προϊόντων). Έτσι λοιπόν όλα αυτά τα χρόνια έχει κτίσει μια μεγάλη αναγνωρισιμότητα και μια εμπιστοσύνη τόσο στην αγορά όσο και στο καταναλωτικό κοινό.
- Το μεγάλο εύρος προϊόντων και υπηρεσιών σε συνδυασμό με την ήδη εδραιωμένη θέση στο χώρο του φαρμακείου κάνει εφικτή τη συνεχή ανάπτυξη. Για παράδειγμα η κατοχή ενός πολύ μεγάλου δικτύου διανομής κάνει πολύ εύκολη την άμεση τοποθέτηση στην αγορά ενός νέου προϊόντος.

Weaknesses (Αδυναμίες):

- Ο υψηλός εξωτερικός δανεισμός της επιχείρησης δυσχεραίνει την οικονομική θέση της εταιρείας και δυσκολεύει την δυνατότητα για περαιτέρω επενδύσεις.
- Η μείωση του κύκλου εργασιών δείχνει μία τάση συρρίκνωσης.
- Η Loxi έχει στηρίξει πολλά σε μια νέα τεχνολογία που είναι προϊόν έρευνας και ανάπτυξης και έχει υψηλό κίνδυνο.

Opportunities (Ευκαιρίες):

- Οι χαμηλές τιμές πολλών φαρμάκων στη χώρα μας σε σχέση με την υπόλοιπη Ε.Ε. καθιστά πιθανή την αύξηση των τιμών και επομένως την βελτίωση της κερδοφορίας της εταιρείας.

- Το προσδοκώμενο άνοιγμα σε νέες αγορές (Βόρεια Αμερική) μπορεί να αποτελέσει εφαλτήριο για πολύ δυναμική είσοδο στις αγορές αυτές. Οι ιδιαίτερα αναπτυγμένες αγορές των Η.Π.Α. και του Καναδά στις οποίες πρόκειται πολύ σύντομα να δραστηριοποιηθεί η Loxi προσφέρει μεγάλη ευκαιρία για δυναμική ανάπτυξη σε όλη αυτή την περιοχή που διαθέτει πολύ μεγάλο πληθυσμό και αγοραστική δύναμη.

Threats (Απειλές):

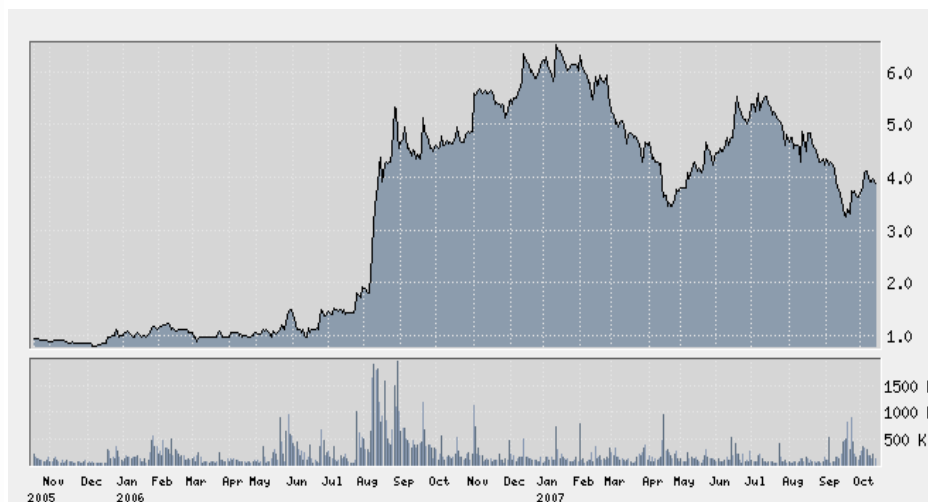
- Ο αυξανόμενος ανταγωνισμός του κλάδου μπορεί να κλονίσει τη Loxi από την ηγετική της θέση. Τα τελευταία χρόνια υπάρχουν στις αγορές του φαρμάκου αλλά και των συναφών με αυτό υπηρεσιών τάσεις συγκέντρωσης καθώς επίσης δίνεται έμφαση στις νέες τεχνολογίες. Έτσι ελλοχεύει ο κίνδυνος μέσω συγχωνεύσεων να συρρικνωθούν τα μερίδια αγοράς προς όφελος των ανταγωνιστών.

- Τέλος εντείνεται όλο και περισσότερο η δραστηριότητα των μεγάλων ξένων πολυεθνικών στην Ελλάδα. Οι φαρμακευτικοί αυτοί κολοσσοί, π.χ. Pfizer, Sanofi, Bristol Myers, Novartis, έχουν πολύ μεγάλα brand names και η ήδη εδραιωμένη θέση τους μπορεί εύκολα να γίνει ακόμα πιο έντονη στην ελληνική αγορά.

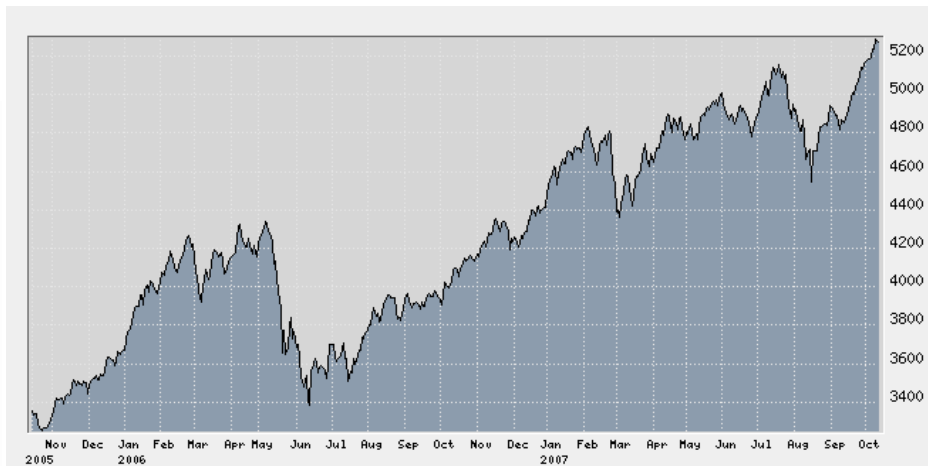
3.3 ΠΟΡΕΙΑ ΜΕΤΟΧΗΣ (2 έτη)

Στα παρακάτω διαγράμματα παρατίθενται τόσο το διάγραμμα με τις τιμές κλεισίματος της Loxi για τα τελευταία δύο έτη όσο και αυτός του γενικού δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών καθώς και του δείκτη FTSE 140 στον οποίο εντάσσεται η μετοχή της συγκεκριμένης εταιρείας. Αυτό που γίνεται αντιληπτό από τη σύγκριση των παρακάτω διαγραμμάτων είναι ότι η πορεία της μετοχής της Loxi στο πρώτο εννιάμηνο του 2006 δε συμβαδίζει σε καμία περίπτωση με την έντονη ανοδική τάση των δύο άλλων δεικτών και κυμαίνεται σε ιδιαίτερα χαμηλά επίπεδα. Από το χρονικό σημείο εκείνο όμως και μετά υπάρχει μεγαλύτερη συσχέτιση με την πορεία των εν λόγω δεικτών.

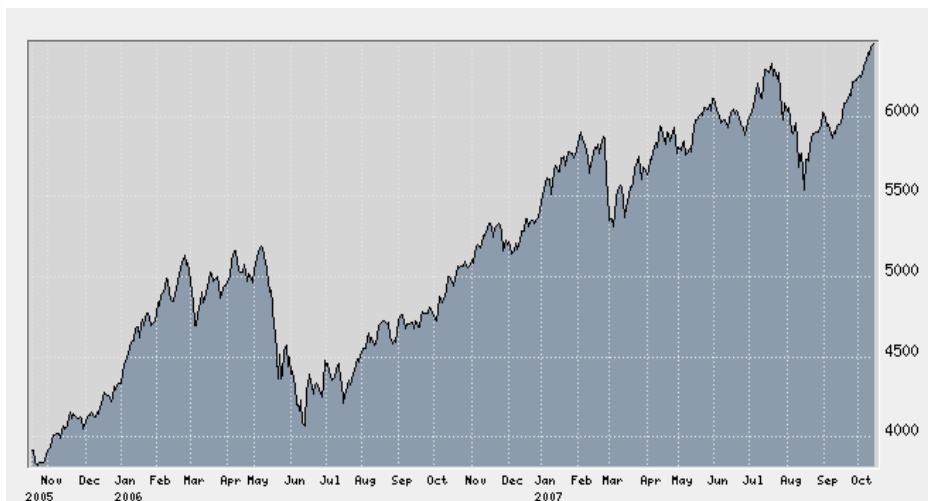
Loxi



Γενικός Δείκτης



FTSE - 140



3.4. ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΚΛΑΔΟΥ – ΑΓΟΡΑΣ

Η προσφορά του κλάδου προσδιορίζεται από τις φαρμακευτικές εταιρείες που δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα, καθώς και από τις φαρμακαποθήκες και τα φαρμακεία. Ο αριθμός των φαρμακευτικών επιχειρήσεων ανέρχεται -κατ' εκτίμηση- στις 270 (παραγωγικές και εισαγωγικές), ενώ ο αριθμός των φαρμακαποθηκών, με βάση εκτίμηση του Πανελληνίου Συλλόγου Φαρμακαποθηκάρων, ανέρχεται στις 130, από τις οποίες οι 115 είναι ιδιωτικές και οι υπόλοιπες 15 είναι συνεταιρισμοί φαρμακοποιών. Ο αριθμός, δε, των φαρμακείων που δραστηριοποιούνταν στην Ελλάδα το 2003, με βάση προσωρινά στοιχεία του Πανελληνίου Φαρμακευτικού Συλλόγου, ανήλθε στα 9.350.

Επιπρόσθετα και σύμφωνα με τα στοιχεία του ΙΦΕΤ (Ινστιτούτο Φαρμακευτικής Έρευνας και Τεχνολογίας), τα τελευταία πέντε έτη, εισήλθαν στην ελληνική αγορά 1.643 νέα φαρμακευτικά προϊόντα, που η συνολική αξία των πωλήσεών τους ανήλθαν στα €574,7 εκατ. Ο συνολικός αριθμός υπεύθυνων κυκλοφορίας στην Ελλάδα ανέρχεται –σύμφωνα με στοιχεία του ΕΟΦ-στους 552. (βλ. παράρτημα Β')

Ο Δείκτης Βιομηχανικής Παραγωγής στον κλάδο του φαρμάκου το 2004 διαμορφώθηκε στις 213 μονάδες, έχοντας υπερδιπλασιαστεί σε σχέση με το έτος βάσης (2000). Επιπλέον, οι παραγωγικές μονάδες στη χώρα αυξήθηκαν από 61 το 2001 σε 63 το 2002 (τελευταίο έτος διαθέσιμων στοιχείων ΕΣΥΕ).

Ως προς το εξωτερικό εμπόριο του φαρμακευτικού κλάδου, οι εισαγωγές αυξήθηκαν κατά 16,8% το 2004, ενώ οι εξαγωγές κατά 21,6%. Ο Δείκτης Balassa είναι αρνητικός σε όλη την εξεταζόμενη περίοδο, υποδηλώνοντας την υπεροχή των εισαγωγών έναντι των εξαγωγών. Το έλλειμμα του εμπορικού ισοζυγίου

διαμορφώθηκε το 2004 στο €1,6 δισ., ενώ σύμφωνα με εκτίμηση του IOBE, οι παράλληλες εξαγωγές το 2004 ξεπέρασαν τα €1,2 δισ.

Θεσμικό πλαίσιο

Όπως διαπιστώνεται από την ανάλυση του θεσμικού πλαισίου, στην Ελλάδα, το σύστημα υγείας, και κατ' επέκταση η αγορά φαρμάκου που εντάσσεται σε αυτό, χαρακτηρίζεται από πολλαπλότητα αρμόδιων φορέων και πολυπλοκότητα διαδικασιών λήψης αποφάσεων. Η άσκηση φαρμακευτικής πολιτικής είναι αποσπασματική, καθώς συμμετέχουν πλήθος αρχών, και ως συνέπεια καθίσταται συχνά αναποτελεσματική.

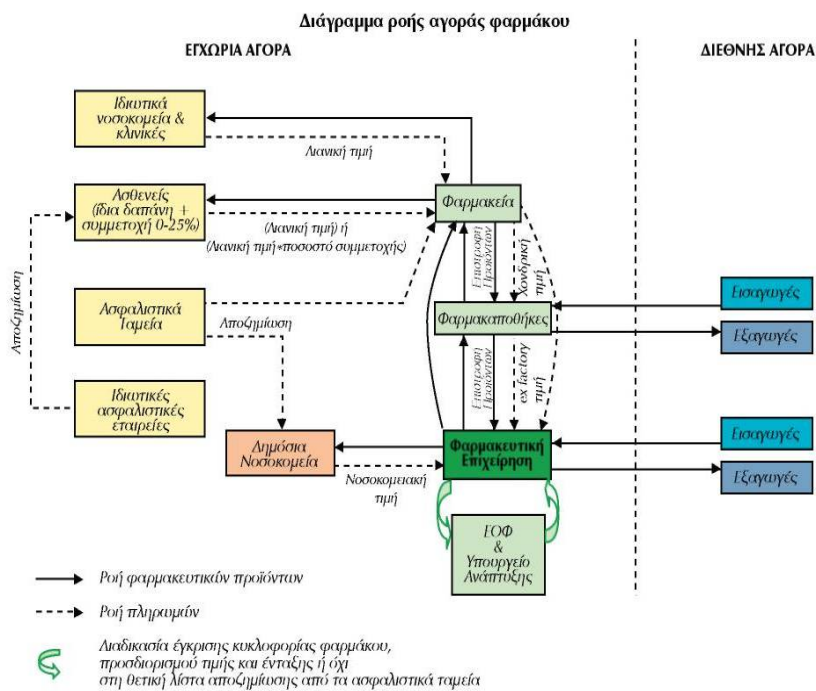
Ιδιαίτερα, ο κλάδος του φαρμάκου είναι έντονα ελεγχόμενος από την Πολιτεία. Οι κύριες αιτίες παρέμβασης είναι η προστασία του ασθενή, η προστασία της επιχείρησης και η συγκράτηση των φαρμακευτικών δαπανών. Για την επίτευξη των στόχων αυτών, η Πολιτεία χρησιμοποιεί μια σειρά από ρυθμιστικά μέτρα, που σκοπό έχουν να επηρεάσουν τόσο την προσφορά όσο και τη ζήτηση. Τα κυριότερα από αυτά αφορούν στις πολιτικές τιμολόγησης και αποζημίωσης των φαρμάκων, και αποτελούν και τα κυριότερα σημεία των πρόσφατων μεταρρυθμίσεων του θεσμικού πλαισίου της Ελλάδας.

Ζήτηση και προσφορά

Τα προβλήματα στην αγορά φαρμάκου συνίστανται σε εκείνα που αφορούν στην πλευρά της ζήτησης και σε εκείνα που αφορούν στην πλευρά της προσφοράς. Από την πλευρά της ζήτησης, το κυριότερο πρόβλημα είναι οι καθυστερήσεις κυκλοφορίας φαρμάκων στην αγορά που έχουν ήδη λάβει άδεια κυκλοφορίας, γεγονός που οδηγεί σε ανισότητες στην πρόσβαση των ασθενών σε καινοτόμα φάρμακα. Επιπλέον, στην ελληνική αγορά, παρατηρούνται συχνά ελλείψεις λόγω των αυξημένων παράλληλων εξαγωγών.

Από την πλευρά της προσφοράς, κύρια προβλήματα αποτελούν οι καθυστερήσεις στη λήψη αποφάσεων και το διαρκώς μεταβαλλόμενο θεσμικό πλαίσιο, τα οποία δημιουργούν έλλειψη σταθερότητας και δεν επιτρέπουν το μακροχρόνιο σχεδιασμό στρατηγικών των επιχειρήσεων.

Για να γίνει πιο κατανοητή η λειτουργία της αγοράς φαρμάκου στη χώρα μας παρατίθεται το παρακάτω διάγραμμα που εξηγεί το ρόλο των φαρμακευτικών εταιρειών, των φαρμακείων, των νοσοκομείων καθώς και των κρατικών φορέων στη διακίνηση των φαρμακευτικών ειδών.



Συνταγογραφούμενα φάρμακα

Ανοδικά κινείται η αγορά φαρμάκου παρά το «σφιχτότερο» θεσμικό πλαίσιο που υιοθέτησε η κυβέρνηση για τον έλεγχο των συνταγογραφούμενων φαρμάκων μέσω του συστήματος προσδιορισμού της χαμηλότερης τιμής και της λίστας φαρμάκων. Η ελληνική αγορά εξακολουθεί να μεγεθύνεται, αλλά ταυτόχρονα

παρατηρείται περαιτέρω υποκατάσταση της εγχώριας παραγωγής από εισαγόμενα σκευάσματα.

Από αυτό το ποσό 20% κάλυψε τις ανάγκες των δημόσιων νοσοκομείων, ποσοστό 60% διακινήθηκε από τις φαρμακευτικές εταιρείες προς τις φαρμακαποθήκες και τα φαρμακεία, ενώ το υπόλοιπο 20% σε τιμές χονδρικής καταναλώθηκε από ασθενείς.

Ήδη οι περισσότερες πολυεθνικές φαρμακοβιομηχανίες στην Ελλάδα είναι εμπορικές και η μόνη που διατηρεί εργοστάσιο παραγωγής είναι η Boehringer. Η παραγωγή των υπολοίπων φαρμάκων γίνεται κυρίως από τη Φαμάρ της οικογένειας Μαρινοπούλου, από τη Βιανέξ του Παύλου Γιαννακόπουλου, τη Loxi και τη Γερολυμάτος, ενώ μέρος της παραγωγής είναι διάσπαρτο σε μικρότερους παραγωγούς. Δεν είναι λίγοι αυτοί που πιστεύουν ότι ο αριθμός των παραγωγών θα μειωθεί ακόμα περισσότερο, αλλά ότι ταυτόχρονα οι εγχώριοι παραγωγοί θα επεκταθούν και στο εξωτερικό. Άλλωστε η Φαμάρ άρχισε ήδη τα επεκτατικά σχέδια της με εξαγορές εργοστασίων σε χώρες της Ευρώπης, ενώ αντίστοιχες κινήσεις πραγματοποιούν η Π.Ν. Γερολυμάτος και η Loxi.

Ανακατατάξεις παρουσιάζει ο κλάδος των φαρμακαποθηκών. Η τάση για στενότερες συνεργασίες μεταξύ των φαρμακείων εκτιμάται ότι θα επηρεάσει άμεσα τον κλάδο χονδρικής πώλησης φαρμάκων. Προβλέπεται ότι θα αρχίσει κύκλος συγχωνεύσεων και εξαγορών μικρότερων εταιρειών που θα οδηγήσει σε περαιτέρω ενδυνάμωση των μεγάλων της αγοράς.

Τα μεγαλύτερα μερίδια αγοράς στο χώρο των ιδιωτικών φαρμακαποθηκών κατέχουν οι Loxi Alliance Sante, Στρούμσας, Μαρινόπουλος, Alfa Pharm, Φαρμαλούξ, Αττική Φαρμακαποθήκη, Φαρμακάτ, GemiDi.Farm, Ενφαρέλ και

Παπανικολόπουλος. Σημαντικό μερίδιο κατέχουν και οι τοπικοί συνεταιρισμοί φαρμακείων σε διάφορες περιοχές της χώρας.

Ανακατατάξεις στην αγορά φαρμακείων αναμένονται για δυο κυρίως λόγους: Στην Ελλάδα υπάρχουν περίπου 9.500 φαρμακεία, αριθμός που θεωρείται πολύ υψηλός για τα ευρωπαϊκά δεδομένα. Από την άλλη πλευρά η ευρωπαϊκή νομοθεσία οδηγεί στην άρση της προστασίας του ιδιοκτησιακού καθεστώτος του φαρμακοποιού. Στην Ευρώπη ήδη αναπτύσσονται αλυσίδες φαρμακείων (όπως οι Boots, Moss, Lloyds, Plus Pharmacy, OPG) δημιουργώντας χώρους πώλησης φαρμάκων. Η τάση αυτή ήδη προχωρά με γρήγορα βήματα σε χώρες όπως οι Νορβηγία, Ολλανδία, Βέλγιο, Ιρλανδία, Ελβετία και Τσεχία, και αναμένεται να φτάσει και στην Ελλάδα, δημιουργώντας πιέσεις στα υφιστάμενα φαρμακεία.

Μη συνταγογραφούμενα φάρμακα

Στην κατακερματισμένη αγορά των μη συνταγογραφούμενων φαρμάκων (OTC) στρέφονται οι εισηγμένες εταιρείες του ευρύτερου κλάδου των φαρμάκων και καλλυντικών. Η ζήτηση για τα συγκεκριμένα προϊόντα φαρμακείου (βιταμίνες, συμπληρώματα διατροφής, φαρμακευτικά καλλυντικά ευρείας χρήσης) αυξάνει ραγδαία, ενώ τα προϊόντα αυτά έχουν σημαντικό περιθώριο κέρδους.

Οι εγχώριες εισηγμένες κινούνται αποκτώντας συμμετοχές σε εταιρείες που παράγουν τέτοια προϊόντα, τακτική η οποία παρουσιάζει δύο πλεονεκτήματα. Αφ' ενός προσφέρει πρόσβαση στην αγορά των φαρμακείων (ανοίγοντας δίοδο για την προώθηση μέσω του δικτύου και άλλων προϊόντων τους), αφ' ετέρου διευρύνει τον κύκλο εργασιών του ομίλου.

Τα οικονομικά αποτελέσματα Πωλήσεις, κέρδη, δείκτες απόδοσης, όλα κινούνται θετικά για τον κλάδο εμπορίας και διακίνησης φαρμάκων, καλλυντικών και ειδών προσωπικής υγιεινής. Μόνο μια στις οκτώ επιχειρήσεις είδε τα κέρδη της να

περιορίζονται, ενώ στον αντίποδα τέσσερις εκπρόσωποι του κλάδου στους οκτώ είδαν τα κέρδη τους να τρέχουν με διψήφια και τριψήφια ποσοστά.

Για τις 87 ισχυρότερες επιχειρήσεις με συγκρίσιμα οικονομικά αποτελέσματα τις δυο τελευταίες οικονομικές χρήσεις ο κύκλος εργασιών άγγιξε το 2002 τα 3,26 δισ. ευρώ από 2,79 δισ. ευρώ, άνοδος που μεταφράζεται σε ποσοστό 16,66%. Οριακά χαμηλότερη, δηλ. 13,3%, ήταν η αύξηση των μεικτών κερδών και εσόδων (552,8 εκατ. ευρώ από 496,5 εκατ.), αλλά οι απώλειες εν μέρει καλύφθηκαν, καθώς τα έξοδα διοικητικής λειτουργίας και διαθέσεως των προϊόντων μόλις ξεπέρασαν σε αύξηση το 11% και διαμορφώθηκαν σε 167,8 εκατ. ευρώ. Τελικά, ωστόσο, τα μεικτά κέρδη και έσοδα περιορίστηκαν κατά 0,60% και διαμορφώθηκαν σε 22,12%.

Κέρδη απέσπασαν οι επιχειρήσεις και σε χρηματοοικονομικό επίπεδο. Αύξησαν τα έσοδα τους από σχετικές πηγές κατά 10,8% σε 7,5 εκατ. ευρώ, ενώ ταυτόχρονα μείωσαν τις δαπάνες κατά περίπου 700 χιλ. ευρώ σε 17,4 εκατ. ευρώ.

Όλοι οι παραπάνω παράγοντες συνέβαλαν ώστε τα ολικά κέρδη εκμετάλλευσης να φτάσουν τα 157,9 εκατ. ευρώ από 128,6 εκατ. (άνοδος 22,8%). Οι περιορισμένες αποσβέσεις της χρήσης (27,1 εκατ. ευρώ από 25,4 εκατ. το 2001) συνέβαλαν στο να αυξηθεί η καθαρή κερδοφορία στα 147,5 εκατ. ευρώ έναντι 105 εκατ. ευρώ το 2001, δηλαδή κατά 39,35%.

Αποτέλεσμα είναι όλοι οι δείκτες απόδοσης να βελτιωθούν και μάλιστα σημαντικά. Πλέον του 19% ήταν η άνοδος σε επίπεδο καθαρού περιθωρίου κέρδους (έφτασε το 4,53%), κατά 16,7% η απόδοση ιδίων κεφαλαίων, η οποία το 2002 ξεπέρασε το 50%, ενώ η απόδοση συνόλου ενεργητικού βελτιώθηκε κατά 25% και πλέον ανέρχεται σε 9,59%.

Το σύνολο ιδίων κεφαλαίων σημείωσε άνοδο σε ποσοστό που αγγίζει το 20% και πλέον φτάνει τα 295 εκατ. ευρώ. Στον αντίποδα οι συνολικές υποχρεώσεις σημείωσαν άνοδο μικρότερη του 10% και φτάνουν τα 1,24 δισ. ευρώ. Έτσι η δανειακή επιβάρυνση υποχώρησε κατά περίπου μία ποσοστιαία μονάδα, παραμένει όμως πολύ υψηλά, άνω του 80%.

Επενδύσεις πραγματοποιήθηκαν το 2002 και το γεγονός αυτό πιστοποιείται από την αύξηση μεταξύ του 2001 και του 2002 της αξίας του μηχανολογικού εξοπλισμού κατά 48% (έφτασε τα 39,4 εκατ. ευρώ) και συνολικά της αναπόσβεστης αξίας των παγίων κατά 22%, σε 306,7 εκατ. ευρώ. (βλ. Παράρτημα Γ')

3.5. ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΙΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ

Μέρος των εσόδων του Ομίλου εξαρτάται από την πρόοδο της ίδιας Έρευνας και Ανάπτυξης νέων φαρμάκων. Η Έρευνα και Ανάπτυξη πραγματοποιείται σε νέα προϊόντα ή νέους τρόπους χορήγησης υπαρχόντων προϊόντων και πρόκειται για μία κοστοβόρο διαδικασία της οποίας τα αποτελέσματα της δεν είναι εξασφαλισμένα. Η ανάπτυξη νέων προϊόντων από τον Όμιλο απαιτεί τη χρήση κεφαλαίων και ενδέχεται να επιβαρύνει σημαντικά τα αποτελέσματα του Ομίλου, χωρίς να εξασφαλίζεται η μελλοντική εμπορική εκμετάλλευση των υπό ανάπτυξη προϊόντων και μελλοντικοί πρόσοδοι από τη διάθεση των προϊόντων αυτών.

Ο κύκλος ανάπτυξης ενός νέου φαρμακευτικού προϊόντος ξεπερνά τις περισσότερες φορές τα 7-8 έτη. Ο Όμιλος LOXI εφαρμόζει τις τεχνολογίες της ή αναπτύσσει νέες τεχνολογίες σε προϊόντα τα οποία ήδη κυκλοφορούν στην αγορά, με σκοπό τη βελτίωση των φαρμακοκινητικών χαρακτηριστικών και των ιδιοτήτων τους. Καθυστερήσεις στις εγκρίσεις φαρμάκων επηρεάζουν σημαντικά τα προβλεπόμενα έσοδα του Ομίλου όπως και πιθανές απορρίψεις ή απαιτήσεις για πρόσθετα πληροφοριακά στοιχεία.

Στην περίπτωση του διαδερμικού συστήματος φαιντανύλης της LOXI, η ανάπτυξη του οποίου ολοκληρώθηκε στο τέλος του 2003, ο σχετικός φάκελος κατατέθηκε προς έγκριση στο FDA τον Ιανουάριο 2004 και το προϊόν εγκρίθηκε τον Αύγουστο 2006. Επίσης, η διάθεση του προϊόντος Φαιντανύλης στις ΗΠΑ (που παρασκευάζεται από τον υπεργολάβο - LTS

Lohman), καθυστέρησε κατά περίπου ένα τρίμηνο σε σχέση με τις αρχικές εκτιμήσεις της Εταιρίας (αρχικά προβλεπόταν η διάθεση του το 2ο τρίμηνο του 2007). Η καθυστέρηση αυτή οφείλεται στο γεγονός ότι η αναβάθμιση της παραγωγής σε συνθήκες μαζικής παραγωγής, που είναι απαραίτητες για τη διασφάλιση της σταθερής ποιότητας του φαρμάκου, απαιτούν την αύξηση του χρόνου επώασης/κρυσταλοποίησης της δραστικής ουσίας Φαιντανύλης. Αποτέλεσμα των ανωτέρω ήταν να επιβαρυνθούν τα αποτελέσματα και να επηρεαστούν δυσμενώς τα προβλεπόμενα έσοδα του Ομίλου.

Οι συνολικές δαπάνες Έρευνας και Ανάπτυξης της Εταιρίας κατά την περίοδο 2004 – 2006 και το Α' τρίμηνο 2007 ανήλθαν σωρευτικά στο ποσό των € 7.257 χιλ., εκ του οποίου ποσό € 3.188 χιλ. κεφαλαιοποιήθηκε, ενώ ποσό € 4.069 χιλ. επιβάρυνε τα λειτουργικά έξοδα. Οι συνολικές δαπάνες Έρευνας και Ανάπτυξης του Ομίλου κατά την περίοδο 2004 – 2006 και το Α' τρίμηνο 2007 ανήλθαν σωρευτικά στο ποσό των € 20.901 χιλ., εκ του οποίου ποσό € 14.555 χιλ. κεφαλαιοποιήθηκε, ενώ ποσό € 6.346 χιλ. επιβάρυνε τα λειτουργικά έξοδα.

Οι δραστηριότητες και κατά συνέπεια τα έσοδα και τα έξοδα του Ομίλου Loxi επηρεάζονται από τις τιμές των πρώτων υλών και τη διαθεσιμότητα τους. Η φιλοσοφία που διέπει την πολιτική των προμηθειών είναι η αγορά εγκεκριμένων και εντός των προδιαγραφών υλικών, στις καλύτερες τιμές της αγοράς με στόχο τη μείωση του κόστους. Παρόλα αυτά, οι τιμές των βασικών πρώτων υλών δεν επηρεάζονται από τη διεθνή αγορά με βάση την προσφορά και τη ζήτηση, καθώς αφορούν πρώτες ύλες και προϊόντα που προστατεύονται από διπλώματα ευρεσιτεχνίας και πωλούνται σε

συγκεκριμένες προκαθορισμένες τιμές. Επίσης, η προμήθεια συγκεκριμένων πρώτων υλών και δραστικών ουσιών και υλικών απαιτεί την ύπαρξη εγκεκριμένου φακέλου παραγωγής για φαρμακευτικά υλικά και σε ορισμένες περιπτώσεις την λήψη σχετικής έγκρισης από της αρμόδιες αρχές της εκάστοτε χώρας (π.χ. ναρκωτικές ουσίες). Ενδεικτικά αναφέρεται ότι η συνολική ποσότητα της ναρκωτικής ύλης φαιτανύλης που παράγεται ή εισάγεται στις Η.Π.Α. εξαρτάται από τη λήψη αντίστοιχων εγκρίσεων από το US Drug Administration.

Η δραστηριότητα του Ομίλου τόσο στην Ελλάδα, όσο και στο εξωτερικό διέπεται από ειδικό κανονιστικό και ρυθμιστικό πλαίσιο όσον αφορά στην παραγωγή, διανομή και τιμολόγηση φαρμάκων. Η εναρμόνιση του Ομίλου με το εκάστοτε κανονιστικό και ρυθμιστικό πλαίσιο στις χώρες που δραστηριοποιείται, επιβαρύνουν το κόστος λειτουργίας του Ομίλου.

Επιπρόσθετα, λόγω των διεθνών δραστηριοτήτων της, η Εταιρεία επηρεάζεται από παράγοντες διοικητικού, φορολογικού, νομισματικού ή πολιτικού χαρακτήρα στις χώρες στις οποίες δραστηριοποιείται.

Η διοίκηση της Εταιρείας εκτιμά ότι κανένας τέτοιος παράγοντας δεν επηρέασε τη λειτουργία της Εταιρείας και του Ομίλου κατά τρόπο άμεσο ή έμμεσο πέραν των παραγόντων αυτών που αναφέρονται ανωτέρω. Η Εταιρεία δηλώνει ότι δεν μπορεί να γνωρίζει το βαθμό της επίδρασης των προαναφερθέντων παραγόντων στη μελλοντική της πορεία.

3.6. ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟΣ ΣΧΕΔΙΑΣΜΟΣ 2007 – 2011

Προκειμένου να εφαρμοστεί η διαδικασία της αποτίμησης είναι απαραίτητο να γίνουν προβλέψεις για τα μεγέθη της εκτιμώμενης εταιρείας με βάση το σχεδιαζόμενο επιχειρηματικό πλάνο που συνήθως διαρκεί 5 έως 10 χρόνια.

Έτσι και για τη μελέτη περίπτωσης μας με δεδομένους τους παράγοντες που επηρεάζουν τη δραστηριότητα και με τις επενδύσεις που ήδη έχουν πραγματοποιηθεί προβλέπονται μια σειρά από διαφοροποιήσεις των βασικών οικονομικών μεγεθών της εταιρείας. Για να υπολογιστεί η πορεία αυτή πρέπει να γίνουν μια σειρά από υποθέσεις σχετικά με τον κλάδο και τους τομείς δραστηριοποίησης.

Σύμφωνα με την εταιρεία, σημαντικό ρόλο στην στρατηγική και στην εξέλιξη των μεγεθών του ομίλου στην Ελλάδα αναμένεται να έχουν:

- Η παραγωγή στην Ελλάδα προϊόντων για εξαγωγή στο εξωτερικό (LOXI A.E.).
- Το άνοιγμα νέων αγορών για το υπάρχον προϊόν νιτρογλυκερίνης, το οποίο ήδη πωλείται σε πολλές Ευρωπαϊκές χώρες και από το 2006 και στον Καναδά.
- Η εμπορική διάθεση στην Αμερική (Loxi Corp.) του διαδερμικού συστήματος κατά του πόνου (φαιντανύλη) που έχει ήδη λάβει την έγκριση για την κυκλοφορία του στις Η.Π.Α. και η επικείμενη κυκλοφορία στην ευρωπαϊκή αγορά (συμπεριλαμβανομένης και της ελληνικής), ο φάκελος του οποίου (εκτός από τις ΗΠΑ) έχει ήδη κατατεθεί στην Ευρώπη και για τις ανάγκες της οποίας το

προϊόν θα παράγεται στις εργοστασιακές εγκαταστάσεις της εταιρείας στην Ελλάδα.

- Η ανάπτυξη ενός νέου προϊόντος για την αντιμετώπιση της υπέρτασης.
- Η πραγματοποίηση επενδύσεων σε κτίρια και μηχανολογικό εξοπλισμό προκειμένου να αυξηθεί η δυναμικότητα της εταιρείας ούτως ώστε να καλύψει τις ανάγκες από την αναμενόμενη αύξηση της εξαγωγικής δραστηριότητας της και των νέων συνεργασιών που σχεδιάζονται για την ανάπτυξη και παραγωγή προϊόντων προηγμένης τεχνολογίας στην Ελλάδα.
- Η ανάπτυξη των δραστηριοτήτων που σχετίζονται με την εμπορική διάθεση φαρμάκων (Loxi Hellas) και δερμοκαλλυντικών (CLD), με την παροχή υπηρεσιών φαρμακαποθήκης (L.A.S.) και την παροχή εξειδικευμένων υπηρεσιών προς φαρμακεία και τρίτους (PL, PP). Σημαντικό ρόλο στην ανάπτυξη των εμπορικών δραστηριοτήτων των εταιριών του ομίλου στην Ελλάδα εκτιμάται ότι θα διαδραματίσει η κυκλοφορία των προβλεπόμενων νέων προϊόντων τα επόμενα χρόνια και η ολοκλήρωση του νέου κέντρου διανομής στον Αυλώνα, Αττικής, ούτως ώστε ο όμιλος να είναι προετοιμασμένος να ανταποκριθεί στην αυξανόμενη ζήτηση των προϊόντων και υπηρεσιών της.

Βάσει των ανωτέρω, προβλέπεται:

- 1.Υγιής ανάπτυξη στις πωλήσεις και τα κέρδη τόσο της μητρικής εταιρίας όσο και του Ομίλου.
- 2.Θετική επίδραση στα αποτελέσματα του Ομίλου από την ανεξάρτητη δραστηριότητα του υποομίλου της Loxi Corp. στις ΗΠΑ.

Παραδοχές σχετικά με την Αγορά του Διαδερμικού Συστήματος Φαιντανύλης στις ΗΠΑ

Το διαδερμικό σύστημα φαιντανύλης αποτελεί το πρώτο προϊόν ίδιας έρευνας και ανάπτυξης της θυγατρικής εταιρείας του ομίλου στις Η.Π.Α (Loxi Corp.). Ως εκ τούτου, η εμπορική διάθεση του προϊόντος αναμένεται να επιφέρει σημαντικότερη αύξηση των πωλήσεων και της κερδοφορίας της. Οι παραδοχές και οι εκτιμήσεις που έχουν γίνει, βασίζονται σε μμελέτες και αναλύσεις της αγοράς των Η.Π.Α., καθώς και σε υφιστάμενες παραγγελίες από την Dava Pharmaceuticals, η οποία έχει αναλάβει την προώθηση και διανομή του προϊόντος στα πλαίσια εμπορικού συμβολαίου.

Το εν λόγω συμβόλαιο βασίζεται σε “profit sharing”, δηλαδή οι δύο εταιρείες (Loxi - Dava) μοιράζονται ισόποσα τα μεικτά κέρδη από τις πωλήσεις του προϊόντος. Επιπλέον, η Loxi τιμολογεί και το κόστος της, συνεπώς οι καθαρές πωλήσεις της Loxi θα ανέρχονται περίπου στο 60% επί των χονδρικών πωλήσεων, ενώ ο διανομέας θα λαμβάνει το υπόλοιπο 40%.

Σήμερα, στην αγορά των Η.Π.Α. κυκλοφορεί τόσο το πρωτότυπο φάρμακο της Johnson & Johnson, όσο και δύο generic φάρμακα της Mylan και της Sandoz. Η αγορά για το συγκεκριμένο διαδερμικό σύστημα στις Η.Π.Α. σύμφωνα με δημοσιευμένα στοιχεία, εκτιμάται ότι θα έχει αυξητικές τάσεις κατά τα έτη 2007 - 2011 (Πηγή: Bear, Stearns & Co. Inc. estimates; IMS Health).

Ειδικότερες Παραδοχές:

α) Η αγορά των ΗΠΑ για το συγκεκριμένο προϊόν θα διαμορφωθεί, στα πλαίσια του ανταγωνισμού τιμών, σε \$700 εκατ. το 2007.

β) Η έναρξη εμπορικής διάθεσης του προϊόντος στις Η.Π.Α. από τον όμιλο θα λάβει χώρα το β' εξάμηνο του 2007.

γ) Το εκτιμώμενο μερίδιο αγοράς του προϊόντος φαιντανύλης για τα έτη 2007 και 2008: 10%.

δ) Η εμπορική διάθεση του διαδερμικού συστήματος φαιντανύλης στον Καναδά και στην Ευρώπη, όπου ήδη έχουν συναφθεί εμπορικές συμφωνίες με τρίτες εταιρείες για την προώθηση και διανομή του, αναμένεται το 2008.

ε) Έχει προβλεφθεί μείωση του μεριδίου αγοράς από το 2009, λόγω εκτιμώμενης εισόδου ενός επιπλέον ανταγωνιστικού προϊόντος στην αγορά των Η.Π.Α.

Συνεπώς τα προβλεπόμενα αποτελέσματα για την εν λόγω αγορά θα είναι:

Μερίδιο Αγοράς	10%	20%	25%
Πωλήσεις (€ εκατ.)	33	66	83
EBITDA (€ εκατ.)	20	40	50

Υποθέσεις:

1. Το μέγεθος της αγοράς μειώνεται σε \$700 εκατ. (€550 εκατ.) λόγω εισαγωγής νέων προϊόντων generic το 2007.
2. Οι πωλήσεις αντικατοπτρίζουν καθαρά ποσά / εισροές στην Loxi πχ. στο σενάριο μεριδίου αγοράς 10%, το ποσό της χονδρικής πώλησης είναι €55 εκατ. εκ των οποίων €55εκατ. x 60% = €33εκατ. είναι η εισροή της Loxi - το υπόλοιπο 40% είναι το μερίδιο του διανομέα (Dava Pharmaceuticals).

Προβλέψεις βασικών οικονομικών μεγεθών του ομίλου της περιόδου 2007-2011

Η ανάλυση που προηγήθηκε είναι ιδιαίτερα σημαντική για την πρόβλεψη των πωλήσεων και των κερδών ολόκληρου του ομίλου Loxi καθώς η συγκεκριμένη επένδυση, η οποία έχει ξεκινήσει πριν από μεγάλο χρονικό διάστημα πρόκειται (σύμφωνα με τη διοίκηση της εταιρείας) να αποφέρει μεγάλη αύξηση τόσο του κύκλου εργασιών όσο και της κερδοφορίας του ομίλου. Για αυτό το λόγο η πρόβλεψη αυτή έχει και τη μεγαλύτερη βαρύτητα. Χαρακτηριστικό είναι ότι αν η εισαγωγή του συστήματος πραγματοποιούταν στην αγορά το 2006 τα καθαρά κέρδη του ομίλου Loxi για το χρονικό διάστημα αυτό θα ήταν 20,6 εκατομμύρια ευρώ αντί για 6,6 που πραγματοποιήθηκαν δηλαδή 3 φορές μεγαλύτερα. Έτσι οι προβλέψεις για τις πωλήσεις και τα κέρδη του ομίλου θα είναι:

ΠΟΣΑ ΣΕ ΕΚΑΤ. €	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E
ΠΩΛΗΣΕΙΣ	230	284	320	366	413	454
ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ	20,6	40	47	60	83	96

Για τον υπολογισμό των μεγεθών του ανωτέρω πίνακα, η εταιρεία:

- α) λαμβάνει ως βάση EBITDA τον ιστορικό μέσο όρο 2004-2006 του ομίλου, €20 εκατ. περίπου.
- β) ενσωματώνει τις ανωτέρω παραδοχές σχετικά με το διαδερμικό σύστημα φαιντανύλης.
- γ) περιλαμβάνει σταθμισμένες βάσει κινδύνου πωλήσεις από το 2009 ενός νέου προϊόντος ίδιας έρευνας και ανάπτυξης, το οποίο αυτή τη στιγμή βρίσκεται σε φάση κλινικών μελετών.

Σύμφωνα με αυτό το πλάνο θα εφαρμοστούν οι προαναφερόμενες μέθοδοι αποτίμησης για να υπολογιστεί η αξία της εταιρείας υποθέτοντας ότι η ημερομηνία αποτίμησης είναι 1/1/2007.

3.7. ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ (WACC)

Ένας από τους βασικότερους παράγοντες που πρέπει να υπολογιστεί για να χρησιμοποιηθεί στην αποτίμηση ως συντελεστής προεξόφλησης είναι το σταθμισμένο κόστος κεφαλαίου (WACC).

Το σταθμισμένο κόστος κεφαλαίου υπολογίζεται όπως αναφέρθηκε προηγουμένως από τον τύπο :

$$WACC = \frac{E}{D+E} r_e + \frac{D}{D+E} (1-T) r_d$$

Όπως προκύπτουν από τις λογιστικές καταστάσεις της εταιρείας (2006) έχουμε:

E (equity) = 10.038.000€, D (debt) = 186.557.000€ , T (tax rate) = 25%.

Όσο για τις υπόλοιπες μεταβλητές χρειάζεται να γίνουν κάποιοι υπολογισμοί και υποθέσεις.

Το r_e (απόδοση των ιδίων κεφαλαίων) προκύπτει από το Capital Asset Price Model (CAPM) σύμφωνα με τον τύπο: $r_e = r_f + \beta(r_M - r_f)$, όπου r_f η απόδοση χωρίς κίνδυνο και στην περίπτωση μας χρησιμοποιείται το επιτόκιο της ευρωπαϊκής κεντρικής τράπεζας την ημέρα της αποτίμησης (1/1/2007) που ήταν 4%. Επίσης r_M θεωρείται η απόδοση της αγοράς και στην περίπτωση μας θεωρούμε την ετήσια απόδοση του δείκτη FTSE – 140 (μικρομεσαίας κεφαλαιοποίησης) του X.A.A. στον οποίο ανήκει η Loxi. Η απόδοση του συγκεκριμένου δείκτη για το 2006 ήταν 23,5%. Τέλος ο συντελεστής β της εταιρείας που εκφράζει τη μεταβλητότητα της απόδοσης της μετοχής της σε σχέση με την απόδοση της αγοράς προκύπτει εδώ από

παλινδρόμηση (με το πρόγραμμα SPSS) των ημερήσιων αποδόσεων της Loxi και των αποδόσεων του γενικού δείκτη για το έτος 2006. Το αποτέλεσμα μας δίνει $\beta = 1,348$.

Οπότε έχουμε $r_e = 0,04 + 1,348(0,235-0,04) = 0,3$ ή 30% .

Τώρα για να υπολογιστεί το r_d (κόστος δανεισμού) που αποτυπώνει το επιτόκιο με το οποίο θα δανειζόταν η εταιρεία τη δεδομένη στιγμή (της αποτίμησης) θα πρέπει να βρούμε την αγοραία αξία των δανείων της. Επειδή όμως αυτό δεν είναι εφικτό και επίσης η εταιρεία δεν έχει αξιολογηθεί επίσημα αναφορικά με την πιστοληπτική της ικανότητα από κάποια επίσημη αρχή όπως γίνεται κατά κόρον στο εξωτερικό για να υπάρχουν αξιόπιστα στοιχεία, επιλέχθηκε να υπολογιστεί ένας σταθμικός μέσος όρος των υπαρχόντων δανείων της.

ΔΑΝΕΙΣΜΟΣ ΟΜΙΛΟΥ LOXI (31/12/2006)		
	ΠΟΣΟ	ΕΠΙΤΟΚΙΟ
ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΟΣ	26095	13,50%
	3132	7,78%
	663	5,50%
	2900	9,25%
	50	4,63%
ΣΥΝΟΛΟ	32840	
ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΟΣ	32500	11,50%
	52535	10%
ΣΥΝΟΛΟ	85035	
ΣΥΝΟΛΟ ΔΑΝΕΙΣΜΟΥ	117875	
ΣΤΑΘΜΙΚΟ ΕΠΙΤΟΚΙΟ	11,08%	

Όπως φαίνεται από τον παραπάνω πίνακα το σταθμικό επιτόκιο δανεισμού

r_d είναι 11,08%.

Άρα έχουμε : $\frac{E}{D+E} = 5,1\%$ και $\frac{D}{D+E} = 94,9\%$

$(1 - T) = 75\%$ και $r_e = 30\%$, $r_d = 11,08\%$.

Οπότε το μέσο σταθμισμένο κόστος κεφαλαίου είναι : **WACC = 9,42%**

3.8. ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΕ DISCOUNTED DIVIDEND MODEL

Η μέθοδος αυτή βασίζεται στην προεξόφληση των μελλοντικών μερισμάτων της εταιρείας. Αυτά δεν μπορούν να προβλεφθούν επακριβώς, οπότε θα χρησιμοποιηθούν οι παραδοχές του επιχειρηματικού πλάνου που αναλύθηκε παραπάνω καθώς και ιστορικά στοιχεία για το ποσοστό των κερδών που διανέμεται και το κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης.

Ακόμα έχει αποφασιστεί για το 2007 αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με έκδοση νέων μετοχών και καταβολή μετρητών. Έτσι σύμφωνα με τον παρακάτω πίνακα και με τη βασική παραδοχή ότι για τα επόμενα χρόνια η εταιρεία θα διανέμει το μέσο όρο του ποσοστού διανομής των τελευταίων 8 ετών, τα μερίσματα ανά μετοχή θα προκύψουν ως εξής:

ΕΤΟΣ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ	ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΛΗ €	ΚΕΡΛΗ / ΜΕΤΟΧΗ	ΜΕΡΙΣΜΑ / ΜΕΤΟΧΗ	ΠΟΣΟΣΤΟ ΔΙΑΝΟΜΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ
1999	26.195.400	2.119.000	0,08	0,053	65,30%
2000	39.293.100	5.267.000	0,13	0,059	43,79%
2001	39.293.100	3.748.000	0,10	0,060	62,90%
2002	39.293.100	6.693.000	0,17	0,040	23,48%
2003	39.293.100	170.000	0,00	0,000	0,00%
2004	39.293.100	6.396.000	0,16	0,040	24,57%
2005	39.293.100	6.600.000	0,17	0,000	0,00%
2006	39.293.100	4.140.000	0,11	0,060	56,95%
2007	51.081.030	40.000.000	0,78	0,271	34,62%
2008	51.081.030	47.000.000	0,92	0,283	30,79%
2009	51.081.030	60.000.000	1,17	0,343	29,16%
2010	51.081.030	83.000.000	1,62	0,405	24,95%
2011	51.081.030	96.000.000	1,88	0,472	25,13%
	58.743.180	128.000.000	2,18	0,616	30,43%

Ε : ΠΡΟΒΛΕΨΗ

ΣΗΜΕΙΩΣΗ: ΓΙΑ ΤΟ 2007 ΕΧΕΙ ΤΕΘΕΙ ΣΕ ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΑΥΞΗΣΗ ΤΟΥ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ (12.000.000 ΠΕΡΙΠΟΥ ΝΕΕΣ ΜΕΤΟΧΕΣ) ΚΑΙ ΠΡΟΒΛΕΠΕΤΑΙ ΟΤΙ ΓΙΑ ΤΑ ΕΠΟΜΕΝΑ ΧΡΟΝΙΑ ΔΕΝ ΘΑ ΓΙΝΕΙ ΑΛΛΗ ΑΥΞΗΣΗ.

Προεξοφλούμε λοιπόν τα μερίσματα αυτά με βάση το $wacc = 9,42\%$.

ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ						
ΕΤΟΣ	2007	2008	2009	2010	2011	FUTURE
ΜΕΡΙΣΜΑ / ΜΕΤΟΧΗ	0,271	0,283	0,343	0,405	0,472	0,616
WACC	0,0942	0,0942	0,0942	0,0942	0,0942	0,0942
ΣΥΝΤΕΛ. ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ	0,893	0,835	0,763	0,698	0,638	0,914
ΠΑΡΟΥΣΑ ΑΞΙΑ	0,242	0,237	0,261	0,283	0,301	0,563
ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΠΑΡΟΥΣΑ ΑΞΙΑ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ	1,887					
ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ	39.293.100					
ΕΚΤΙΜΩΜΕΝΗ ΑΞΙΑ	74.144.837					

Έτσι λοιπόν η εκτιμώμενη αξία του ομίλου Loxi με την μέθοδο DDM την 31/12/2006 είναι **74.144.837€**.

3.9. ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΕ ΤΗ ΜΕΘΟΔΟ DISCOUNTED CASH FLOW

Όπως αναλύσαμε στο πρώτο μέρος η μέθοδος αυτή αποτελεί την πιο διαδεδομένη μέθοδο αποτίμησης μιας επιχείρησης ή ενός περιουσιακού στοιχείου.

Για να εφαρμοστεί στην πράξη όμως απαιτεί μια σειρά από ενέργειες, που έχουν ήδη πραγματοποιηθεί στην ανάλυση μας καθώς αφορούν και κάποιες από τις υπόλοιπες μεθόδους. Αυτές οι ενέργειες αφορούσαν την ανάλυση τόσο του εσωτερικού όσο και του εξωτερικού περιβάλλοντος της επιχείρησης, τη στρατηγική της, την παρουσίαση βασικών οικονομικών μεγεθών με σκοπό τη δημιουργία προβλέψεων για το μέλλον της επιχείρησης.

Βασιζόμενοι λοιπόν σε ιστορικά στοιχεία αλλά και σε εκτιμήσεις που βασίζονται στο επιχειρηματικό πλάνο της επιχείρησης έγιναν μια σειρά από υποθέσεις που αφορούν την πορεία της επιχειρηματικής της δραστηριότητας για τα επόμενα χρόνια.

Έτσι λοιπόν βασικά οικονομικά μεγέθη όπως ο κύκλος εργασιών, το καθαρό περιθώριο κέρδους, το ύψος των επενδύσεων αποτυπώνονται σε ένα συγκεντρωτικό πίνακα, με σκοπό να υπολογιστούν οι ελεύθερες ταμειακές ροές για καθένα από τα επόμενα χρόνια.

ΑΝΑΛΥΣΗ DCF										
	σε χιλ. ευρώ	2004	2005	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	FUTURE
	ΠΩΛΗΣΕΙΣ	237.751	233.189	230.265	284.000	320.000	366.000	413.000	454.000	530.000
	ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ	10.628	6.602	4.414	40.000	47.000	60.000	83.000	96.000	128.000
ΜΕΙΟΝ	ΦΟΡΟΙ (25%)				10.000	11.750	15.000	20.750	24.000	32.000
ΣΥΝ	ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	2.893	2.829	2.805	2.945	3.093	3.247	3.409	3.580	3.759
ΜΕΙΟΝ	ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΙΝΗΣΗΣ	11.220	-16.070	33.488	27.500	25.463	23.577	21.830	20.213	18.716
ΜΕΙΟΝ	ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ	4.905	3.311	8.155	2.400	2.688	3.011	3.372	3.776	4.230
	ΕΛΕΥΘΕΡΕΣ ΤΑΜΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ				3.045	10.192	21.660	40.457	51.590	76.813
	WACC				0,0942	0,0942	0,0942	0,0942	0,0942	0,0942
	ΣΥΝΤ. ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ				0,914	0,835	0,763	0,698	0,638	0,563
	ΠΑΡΟΥΣΑ ΑΞΙΑ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ				2783,08	8512,30	16533,45	28223,43	32891,50	48972,57
	ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΠΑΡΟΥΣΑ ΑΞΙΑ	132.189,48								
	ΑΡΙΘΜΟΣ ΜΕΤΟΧΩΝ	39.293.100								
	ΑΞΙΑ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ	3,36 €								

Επομένως με τη μέθοδο DCF η εταιρεία Loxi αποτιμάται στις 31/12/2006 με 137.916.340€.

Η ανάλυση DCF που πραγματοποιήθηκε βασίστηκε στις παρακάτω παραδοχές :

- 1) Τα κέρδη και το καθαρό κέρδος της Loxi προκύπτουν από το επενδυτικό πλάνο 2007-2011 που αναλύθηκε προηγουμένως.
- 2) Ο φόρος εισοδήματος των επιχειρήσεων θα παραμείνει σταθερός και ίσος με 25%.
- 3) Οι αποσβέσεις για το έτος 2007 προβλέπεται να είναι 2945χιλ. ευρώ και μετά θα αυξάνονται με ρυθμό 5%.
- 4) Οι διαφορές του κεφαλαίου κίνησης για το 2007 θα είναι 25.700χιλ. ευρώ και μετά θα αυξάνονται με ρυθμό 8%.
- 5) Οι μελλοντικές επενδυτικές δαπάνες κεφαλαίου (καθαρές) θα είναι 2.400χιλ. ευρώ και θα αυξάνονται με ρυθμό 12%.

3.10 ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΕ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΟΝΤΕΛΑ – ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ

Η αποτίμηση με αριθμοδείκτες ή πολλαπλασιαστές βασίζεται στη σύγκριση των συγκεκριμένων δεικτών μιας επιχείρησης με τους αντίστοιχους δείκτες των εταιρειών του κλάδου στον οποίο δραστηριοποιείται. Αν οι δείκτες της αποτιμώμενης εταιρείας είναι πιο «ελκυστικοί» (συνήθως μικρότεροι) από το μέσο όρο του κλάδου τότε μπορούμε να πούμε ότι η μετοχή της εταιρείας είναι υποτιμημένη, ενώ αν συμβαίνει το αντίθετο είναι υπερτιμημένη. Αυτό όμως προϋποθέτει οι εταιρείες αυτές να είναι εισηγμένες στην ίδια χρηματιστηριακή αγορά.

Στην περίπτωση μας όμως, η Loxi είναι εισηγμένη στο X.A.A. από το 1995 αλλά καμία άλλη εταιρεία του κλάδου των φαρμάκων δεν έχει καταφέρει να εισαχθεί. Αυτό το γεγονός προκαλεί δυσκολίες στη συγκεκριμένη αποτίμηση.

Για αυτό το λόγο πάρθηκε η απόφαση να γίνει σύγκριση με τους δείκτες 10 εταιρειών που περιλαμβάνονται στον ίδιο δείκτη του X.A.A. (FTSE - 140) και που η Loxi έχει παρόμοια κεφαλαιοποίηση ή κέρδη ή πωλήσεις.

Έτσι με βάση τις λογιστικές καταστάσεις του έτους 2006 (ισολογισμούς και καταστάσεις αποτελεσμάτων χρήσης) και σε συνδυασμό με τις χρηματιστηριακές τιμές των μετοχών προέκυψαν οι δείκτες που θα χρησιμοποιηθούν στην ανάλυση. Ακόμα ως τιμή μετοχής στην ανάλυση θεωρήθηκε ο μέσος όρος του τελευταίου μήνα του 2006 (12/2006).

Με τον τρόπο αυτό προέκυψαν οι παρακάτω δείκτες:

A/A	ΕΤΑΙΡΕΙΑ	Μ.Ο. ΤΙΜΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ ΑΠΟ 1-12- 2006 ΕΩΣ 31-12-2006	ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ	ΠΩΛΗΣΕΙΣ	ΚΕΡΔΗ ΜΕΤΑ ΦΟΡΩΝ	ΑΡ. ΜΕΤΟΧΩΝ	
1	ΣΑΡΡΗΣ	8,200	187.719.306	115.290.533	9.652.360,00	38146940	
2	ΗΧΩ	6,701	225.397.246	88.744.580	20.205.797,00	44075500	
3	ΝΕΟΦΥΣΙΚΗ	14,157	286.056.000	124.580.000	76.825.000,00	36000000	
4	FRIGLAND	16,602	134.031.000	97.492.000	16.358.000,00	40000000	
5	ΑΛΑΡ	1,349	84.324.770	23.223.586	-2.837.710,00	980600220	
6	ΚΑΡΖΟΝ	3,448	160.531.000	60.257.000	2.300.000,00	29480000	
7	ΔΡΑΚΦΑΡ	3,158	80.032.738	62.758.916	4.030.742,00	15492480	
8	ΕΛΓΕΝ	1,381	111.574.000	97.148.000	327.000,00	32054330	
9	ΕΥΡΕΝ	2,373	33.107.000	3.290.000	3.822.000,00	28480000	
10	COMPBAY	3,295	33.458.720	31.777.376	2.566.297,00	15816009	
11	LOXI A.E.	5,857	196.595.000,00	230.265.000,00	3.165.000,00	39.293.100	
		ΚΕΡΔΗ / ΜΕΤΟΧΗ	ΤΙΜΗ / ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ	ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ / ΜΕΤΟΧΗ	ΤΙΜΗ / ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ	ΠΩΛΗΣΕΙΣ / ΜΕΤΟΧΗ	ΤΙΜΗ / ΠΩΛΗΣΕΙΣ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ
1	ΣΑΡΡΗΣ	0,253	32,41	4,92	1,67	3,02	2,71
2	ΗΧΩ	0,458	14,62	5,11	1,31	2,01	3,33
3	ΝΕΟΦΥΣΙΚΗ	2,134	6,63	7,95	1,78	3,46	4,09
4	FRIGLAND	0,409	40,60	3,35	4,95	2,44	6,81
5	ΑΛΑΡ	-0,003		0,09	15,69	0,02	56,96
6	ΚΑΡΖΟΝ	0,078	44,19	5,45	0,63	2,04	1,69
7	ΔΡΑΚΦΑΡ	0,260	12,14	5,17	0,61	4,05	0,78
8	ΕΛΓΕΝ	0,010	135,38	3,48	0,40	3,03	0,46
9	ΕΥΡΕΝ	0,134	17,68	1,16	2,04	0,12	20,54
10	COMPBAY	0,162	20,31	2,12	1,56	2,01	1,64
	Μ.Ο.		35,99		3,06		9,90
11	LOXI A.E.	0,081	72,71	5,00	1,17	5,86	1,00

Ας δούμε τώρα τι προκύπτει από τους παραπάνω πίνακες αναφορικά με την ελκυστικότητα της Loxi για ενδεχόμενη επένδυση . Ο δείκτης τιμή μετοχής προς κέρδη ανά μετοχή που δείχνει πόσες φορές διαπραγματεύονται τα κέρδη στο χρηματιστήριο είναι ιδιαίτερα υψηλός για τη Loxi (72,71) πράγμα που δείχνει ότι η εν λόγω εταιρεία είναι αρκετά υπερτιμημένη σε σχέση με τις εξεταζόμενες εταιρείες. Τα αποτελέσματα δεν είναι ανάλογα λαμβάνοντας υπόψη τον δείκτη τιμή μετοχής προς λογιστική αξία ανά μετοχή όπου ο δείκτης της Loxi είναι μικρότερος από τον μέσο όρο των υπό εξέταση εταιρειών κι έτσι θεωρείται συγκριτικά υποτιμημένη. Τέλος ο δείκτης τιμή μετοχής προς πωλήσεις ανά μετοχή της Loxi είναι κατά πολύ μικρότερος από το μέσο όρο των εξεταζόμενων εταιρειών (λόγω του πολύ υψηλού κύκλου εργασιών) και έτσι και από αυτή τη σκοπιά η εταιρεία θεωρείται υποτιμημένη.

Βλέπουμε λοιπόν ότι από την ανάλυση των δεικτών το αποτέλεσμα που προκύπτει δεν είναι σαφές σχετικά με την αποτίμηση της εξεταζόμενης εταιρείας. Με κάποιους από αυτούς θεωρείται υποτιμημένη αλλά με κάποιους άλλους όχι. Τα αποτελέσματα θα ήταν σαφώς καλύτερα αν οι εταιρείες του κλάδου ήταν εισηγμένες στην ίδια αγορά με την Loxi γιατί τότε η σύγκριση θα ήταν πιο αντιπροσωπευτική.

3.11. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ - ΣΧΟΛΙΑ

Προχωρήσαμε όπως είδαμε στη διαδικασία της αποτίμησης με διαφορετικές μεθόδους και πρακτικές με σκοπό τον υπολογισμό ενός αποτελέσματος που θα αφορά τη δίκαιη αξία του ομίλου Loxi. Τα αποτελέσματα που προέκυψαν διαφέρουν αρκετά ανάλογα με τη μέθοδο που χρησιμοποιείται.

Βλέπουμε λοιπόν ότι με τη μέθοδο DDM το αποτέλεσμα της αποτίμησης είναι 74.144.837€ ενώ με τη μέθοδο DCF είναι 132.189.480€ δηλαδή κάτι λιγότερο από το διπλάσιο.

Γιατί όμως συμβαίνει αυτό και ποια αξία πρέπει να επιλεγεί?

Όπως έχει αναλυθεί στο πρώτο μέρος της εργασίας δεν είναι όλες οι μέθοδοι κατάλληλες για όλες τις περιπτώσεις. Έτσι και στην περίπτωση μας η μέθοδος DDM δεν ενδείκνυται για μια τέτοια εταιρεία αφού όπως έχουμε αναφέρει είναι ένα συντηρητικό μοντέλο που προτιμάται για εταιρείες με σταθερά μεγέθη που μεταβάλλονται με πολύ αργό ρυθμό. Η Loxi όμως είναι μια εταιρεία με έντονες διακυμάνσεις και η πορεία αρκετών μεγεθών της είναι αβέβαιη εξαιτίας των αρκετών της επενδύσεων.

Από την άλλη μεριά η μέθοδος DCF είναι περισσότερο ευέλικτη και ενδείκνυται τόσο για τις μεγάλες όσο και για τις μικρές επιχειρήσεις. Έτσι θεωρούμε ότι είναι καταλληλότερη για την συγκεκριμένη αποτίμηση. Επομένως η «δίκαιη αξία» που θα λάβουμε υπόψη είναι αυτή που προκύπτει από τη μέθοδο αυτή. Τέλος η ανάλυση με αριθμοδείκτες έχει αναμφίβολα αποτελέσματα εξαιτίας της ανυπαρξίας πλήρως ανταγωνιστικών της εξεταζόμενης επιχειρήσεων στην ίδια χρηματιστηριακή αγορά.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η αποτίμηση εταιριών και κυρίως μετοχών εισηγμένων σε διεθνή χρηματιστήρια, αποτελεί μία διαδεδομένη πρακτική στην αναζήτηση των ελκυστικότερων επενδυτικών επιλογών από θεσμικούς και ιδιώτες επενδυτές ανά τον κόσμο. Κατά καιρούς έχουν ακουστεί πολλά για τη θεωρητική αξία μιας μετοχής όσον αφορά στην καταλληλότερη μεθοδολογία και τις ρεαλιστικότερες υποθέσεις αποτίμησης που πρέπει να υιοθετούνται για την εξαγωγή του τελικού αποτελέσματος (δηλαδή της δίκαιης αξίας μιας επιχείρησης).

Έτσι λοιπόν, για να έχουμε μια σφαιρική άποψη για την αποτίμηση και τα αποτελέσματά της πρέπει να έχουμε κατά νου μια σημαντική παράμετρο σχετικά με την αντικειμενικότητά της. Πιο συγκεκριμένα, μοντέλα όπως το DCFM ή το DDM, που αναλύθηκαν προηγουμένως, περιλαμβάνουν μία μεγάλη σειρά υποθέσεων αποτίμησης, πολλές από τις οποίες δεν μπορούν να εκτιμηθούν αντικειμενικά λόγω της φύσης των παραμέτρων, αλλά και λόγω της έλλειψης επαρκούς πληροφόρησης ή γνώσης. Για παράδειγμα: Σε ποιο αντικειμενικό βαθμό μπορεί κάποιος να εκτιμήσει το μέσο ετήσιο ρυθμό ανάπτυξης των κερδών (προ τόκων και φόρων) ή των μερισμάτων μιας επιχείρησης στο μέλλον ή ακόμη και στο διηνεκές; Είναι φυσικό σε πολλές από αυτές τις παραμέτρους / υποθέσεις αποτίμησης, να υπεισέρχεται ο υποκειμενικός παράγοντας του αναλυτή ή του εκτιμητή που βασίζεται μεταξύ των άλλων και στις ακόλουθες συνισταμένες: Το κατά πόσο «πιστεύει» κάποιος στην εταιρία που αποτιμά, την έκταση στην οποία είναι εξοικειωμένος με τον κλάδο της, καθώς και τα βιώματα που έχει ο ίδιος ο αναλυτής αναφορικά με τις αποτιμήσεις εταιριών.

Συνεπώς, η αποτίμηση αποτελεί μία υποκειμενική και μεροληπτική προσέγγιση της εταιρικής αξίας, καθώς το αποτέλεσμά της εξαρτάται από τις υποθέσεις τις οποίες πραγματοποιεί ο εκάστοτε χρηματοοικονομικός αναλυτής. Όπως όμως προαναφέρθηκε, ο βαθμός της “μεροληψίας” εξαρτάται και από εκείνον το φορέα που πληρώνει εκάστοτε την εταιρική ανάλυση ή αποτίμηση. Πιο συγκεκριμένα, όταν μία χρηματιστηριακή εταιρία ή μία επενδυτική τράπεζα πληρώνει την ανάλυση στοχεύοντας στη διενέργεια χρηματιστηριακών πράξεων, τότε η αποτίμηση μπορεί να τείνει – όχι όμως πάντα – και να εξάγεται πιο ευνοϊκή απ’ όσο θα έπρεπε. Όταν η ανάλυση πληρώνεται από την ίδια την εισηγμένη εταιρία – επειδή η τελευταία επιθυμεί να υπάρχει κάλυψη της μετοχής της σε επίπεδο ανάλυσης – τότε και σε αυτήν την περίπτωση, οι υποθέσεις αποτίμησης και το τελικό αποτέλεσμα ενδέχεται να είναι πιο ευνοϊκά. Αντίθετα όμως, όταν η ανάλυση πληρώνεται από μία επιχείρηση που θέλει να εξαγοράσει την εξεταζόμενη εταιρία, τότε ασφαλώς η δίκαιη αξία της τελευταίας, εξάγεται χαμηλότερη σε σύγκριση με τις παραπάνω περιπτώσεις, καθώς η εξαγοράζουσα επιχείρηση επιθυμεί την αγορά της εταιρίας – στόχου με το χαμηλότερο δυνατό κόστος.

Επίσης, αρκετά συχνά διαφεύγει της προσοχής ότι η αποτίμηση δεν αποτελεί – κατά μεταφορική έννοια – μία μαθηματική εξίσωση με προδιαγεγραμμένο αποτέλεσμα, οπότε απλώς αναζητούμε τις υποθέσεις που πρέπει να εισάγουμε στο χρηματοοικονομικό μοντέλο προκειμένου να φθάσουμε στο γνωστό, εκ των προτέρων, αποτέλεσμα. Η δίκαιη αξία μιας εταιρίας ενδέχεται να είναι διαφορετική μεταξύ όλων των αναλυτών που επιχείρησαν να την αποτιμήσουν [στην ουσία, δεν αποκλείεται επίσης να υπάρχει μία γενική αλλά όχι απόλυτη προσέγγιση ή ομοφωνία (consensus) μεταξύ διαφορετικών αναλυτών ως προς τη

δίκαιη αξία μιας εισηγμένης στο Χρηματιστήριο εταιρίας, που παρέχει επαρκή πληροφόρηση για την υλοποίηση της σχετικής αποτίμησης]. Συνεπώς, όταν μέσω ενός χρηματοοικονομικού μοντέλου αποτίμησης εξάγεται το συμπέρασμα, ότι η δίκαιη αξία μιας εταιρίας είναι, στη μελέτη περίπτωσης που εξετάσαμε 138εκατ. ευρώ, τότε η αξία αυτή θα πρέπει να λαμβάνεται ως μία κατά προσέγγιση αποτίμηση. Αυτό συμβαίνει διότι όπως προαναφέρθηκε, μία μικρή διαφοροποίηση στις υποθέσεις αποτίμησης μπορεί να οδηγήσει σε διαφορετική δίκαιη αξία. Συνεπώς όταν έρχεται η ώρα, η εταιρική αποτίμηση να αποτελέσει κριτήριο επενδυτικών αποφάσεων – αγοράς ή πώλησης μιας μετοχής – τότε είναι προτιμότερο και ασφαλέστερο να λαμβάνεται υπόψη ένα εύρος δίκαιων αξιών γύρω από την εξαγόμενη αποτίμηση – όπως ένα εύρος της τάξεως των 130–140 εκατ. ευρώ στο προηγούμενο παράδειγμα – και το εν λόγω εύρος να συγκρίνεται με την τρέχουσα χρηματιστηριακή αξία της επιχείρησης.

Συνοψίζοντας μπορούμε να πούμε ότι η αποτίμηση αποτελεί ένα ιδιαίτερα χρήσιμο εργαλείο το οποίο όμως επειδή ενέχει στοιχεία υποκειμενικότητας πρέπει να προσεγγίζεται με επιφύλαξη αφού είναι σε θέση να εκτιμήσει μεν συγκεκριμένα αλλά πολύ σημαντικά στοιχεία της αλλά δεν μπορεί να προβλέψει όλες τις παραμέτρους με ακρίβεια.. Η χρησιμότητα της αποτίμησης δηλαδή έγκειται στον τρόπο της χρησιμοποίησης της.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Α΄**ΟΜΙΛΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ LOXI ΑΕ.
ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ 2006**

(Ποσά σε χιλιάδες Ευρώ, εκτός εάν αναφέρεται διαφορετικά)

	ΣΗΜ.	31/12/2006	31/12/2005
ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ			
Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία			
Ενσώματα πάγια		36.330	3 7.328
Άυλα πάγια περιουσιακά στοιχεία		46.790	4 5.536
Επενδυτικά ακίνητα		961	1 90
Στοιχεία ενεργητικού προοριζόμενα προς πώληση		-	2 171
Επενδύσεις σε συγγενείς εταιρείες		205	2 07
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις		0	1 11
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις		242	2 24
Σύνολο μη κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων		84.528	8 5.767
Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία			
Αποθέματα		15.442	1 2.133
Πελάτες και λοιπές απαιτήσεις		90.602	7 9.119
Τα μ ι α κ ά διαθέσιμα και ισοδύναμα		6.023	1 7.682
Σύνολο κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων		112.067	1 08.934
ΣΥΝΟΛΟ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ		196.595	1 94.701
ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ			
Μετοχικό κεφάλαιο		39.293	3 9.293
Διαφορά υπέρ το άρτιο		59.860	5 9.860
Λοιπά αποθεματικά		11.028	1 0.496
Συναλλαγματικές διαφορές από μετατροπή εκμεταλλεύσεων εξωτερικού		(818)	(1.059)
Αποτέλεσμα εις νέον		(100.491)	(101.135)
Σύνολο		8.872	7 455
Δικαιώματα μειοψηφίας		1.166	6 09
Σύνολο καθαρής θέσης		10.038	8 064
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ			
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις			
Έντοκα Δάνεια		33.920	7 065
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις		116	-
Πρόβλεψη για παροχές στο προσωπικό		2.066	1 905
Προβλέψεις		549	5 58
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις		2.471	6 248
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων		39.122	1 5.775
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις			
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις		57.547	8 0.376
Τρέχων φόρος εισοδήματος		2.736	4 507
Βραχυπρόθεσμα Δάνεια		85.581	6 6.851
Βραχυπρόθεσμο μέρος εν τόκων δανείων		1.571	1 9.128
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων		147.435	1 70.862
Σύνολο Υποχρεώσεων		186.557	1 86.637
ΣΥΝΟΛΟ ΚΑΘΑΡΗΣ ΘΕΣΗΣ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ		196.595	1 94.701

**ΟΜΙΛΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ LOXI ΑΕ.
ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ 2006**

(Ποσά σε χιλιάδες Ευρώ, εκτός εάν αναφέρεται διαφορετικά)

	ΣΗΜ.	01/01/2006- 31/12/2006	01/01/2005- 31/12/2005
Κύκλος εργασιών		230.265	233.189
Κόστος πωλήσεων		(186.950)	(194.528)
Μικτά αποτελέσματα		43.315	38.661
Λοιπά λειτουργικά έσοδα		7.615	10.735
Έξοδα διοικητικής λειτουργίας		(15.892)	(16.244)
Έξοδα λειτουργίας διαθέσεως		(14.905)	(15.604)
Έξοδα έρευνας και ανάπτυξης		(1.977)	(1.758)
Λοιπά λειτουργικά έξοδα		(2.651)	(1.148)
		15.505	14.642
Χρηματοοικονομικά έσοδα		143	375
Χρηματοοικονομικά έξοδα		(11.233)	(8.415)
Κέρδη προ φόρων		4.414	6.602
Φόρος εισοδήματος		(1.249)	(3.427)
Καθαρά κέρδη (μετά από φόρους)		3.165	3.175
Που κατανέμονται σε:			
Μετόχους της μητρικής, κέρδη/(ζημίες)		2.719	2.660
Δικαιώματα μειοψηφίας, κέρδη/(ζημίες)		446	515
		3.165	3.175
Κέρδη μετά από φόρους ανά μετοχή βασικά (Ευρώ)		0,08	0,08

ΟΜΙΛΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ LOXI ΑΕ.
ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΤΑΜΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ 2006
(Ποσά σε χιλιάδες Ευρώ, εκτός εάν αναφέρεται διαφορετικά)

<i>Ταμιακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες</i>	31/12/2006	31/12/2005
Κέρδη προ φόρων	4.414	6.602
Αναπροσαρμογές για:		
Αποσβέσεις & διαγραφές περιουσιακών στοιχείων	5.124	5.483
Προβλέψεις	(2.265)	(1.874)
Συναλλαγματικές διαφορές	1.541	(1.680)
Αποτελέσματα (κέρδη και ζημιές επενδυτικής δραστηριότητας)	(1.404)	1 61
Χρηματοοικονομικά έξοδα	11.233	9.065
	18.643	17.757
Πλέον / μείον προσαρμογές για μεταβολές λογαριασμών κεφαλαίου κίνησης ή που σχετίζονται με τις λειτουργικές δραστηριότητες		
Μείωση / (αύξηση) αποθεμάτων	(4.383)	7.767
Μείωση / (αύξηση) πελατών και λοιπών απαιτήσεων	(14.763)	3.733
Μείωση / (αύξηση) λοιπών μακροπρόθεσμων απαιτήσεων	1.113	7 88
(Μείωση) / αύξηση προμηθευτών και λοιπών υποχρεώσεων	(20.668)	7 04
Μείον :		
Χρηματοοικονομικά έξοδα πληρωθέντα	(8.025)	(11.897)
Καταβληθείσες αποζημιώσεις σε προσωπικό	(196)	(38)
Καταβεβλημένοι φόροι	(5.209)	(2.744)
Καθαρές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες	(33.488)	1 6.070
Ταμιακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες		
Αύξηση ποσοστού συμμετοχής θυγατρικών και συγγενών	(1.000)	(95)
Εισπράξεις από πωλήσεις θυγατρικών και συγγενών	-	2 96
Αγορά ενσώματων και άυλων παγίων περιουσιακών	(7.371)	(7.213)
Εισπράξεις από πωλήσεις ενσώματων και άυλων παγίων	216	3 93
Τόκοι εισπραχθέντες	-	3.308
Καθαρές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες	(8.155)	(3.311)
Ταμιακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες		
Εισπράξεις από αύξηση μετοχικού κεφαλαίου	844	7.374
Αποδεσμευμένες καταθέσεις	-	8.477
Πώληση Ιδίων Μετοχών	-	6 30
Αντληθέντα δάνεια	48.796	5 252
Εξοφλήσεις δανείων	(19.678)	(19.503)
Μερίσματα Πληρωθέντα	(129)	(1.544)
Καθαρές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες	29.833	6 86
Καθαρή αύξηση/(μείωση) στα ταμειακά διαθέσιμα και στα	(11.810)	13.445
Επίδραση συναλλαγματικών διαφορών στα ταμιακά διαθέσιμα	416	(4.863)
Ταμιακά διαθέσιμα και ισοδύναμα στην αρχή της χρήσης	17.417	9.100
Ταμιακά διαθέσιμα και ισοδύναμα στο τέλος της χρήσης	6.023	17.682
Σημείωση: Στα ταμιακά διαθέσιμα και ισοδύναμα στην αρχή της χρήσης δεν συμπεριλαμβάνονται τα ποσά που αφορούν τον υποόμιλο Loxi Pharmaceutical Services Ltd ο οποίος δεν ενοποιείται με την μέθοδο της ολικής ενοποίησης κατά την χρήση 1/1/2006-		

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Β΄

Παρακάτω ακολουθεί πίνακας με την πορεία των πωλήσεων των φαρμάκων από το 1990 έως το 2004.

ΠΩΛΗΣΕΙΣ ΦΑΡΜΑΚΩΝ ΑΠΟ ΤΟ 1990 ΈΩΣ ΤΟ 2004

Σε αξίες (χιλιάδες ευρώ)

ΕΤΟΣ	ΝΟΣΟΚΟΜΕΙΑ	ΦΑΡΜΑΚΕΙΑ - ΦΑΡΜΑΚΑΠΟΘΗΚΕΣ		ΣΥΝΟΛΟ	ΠΟΣΟΣΤΟ ΑΥΞΗΣΗΣ ΑΝΑ ΕΤΟΣ
		Χονδρική τιμή	Λιανική τιμή		
1990	69.556	297.290	428.188	497.744	
1991	94.174	369.939	539.329	633.503	27,3%
1992	123.137	480.839	701.020	824.157	30,1%
1993	156.272	618.929	902.415	1.058.687	28,5%
1994	186.804	729.451	1.063.548	1.250.352	18,1%
1995	230.866	840.728	1.225.795	1.456.661	16,5%
1996	276.815	988.093	1.440.656	1.717.472	17,9%
1997	318.311	1.052.530	1.560.917	1.879.228	9,4%
1998	322.186	988.208	1.440.839	1.763.026	-6,2%
1999	367.402	1.204.085	1.755.187	2.122.590	20,4%
2000	423.274	1.473.453	2.148.309	2.571.583	21,2%
2001	522.504	1.791.584	2.612.101	3.134.605	21,9%
2002	626.286	2.150.848	3.135.906	3.762.193	20,0%
2003	767.984	2.442.892	3.561.678	4.329.662	15,1%
2004	835.342	2.856.063	4.164.091	4.999.433	15,5%

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Γ΄**ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ
ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΩΝ
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

Ο Κύκλος Εργασιών του επιλεγμένου δείγματος φαρμακευτικών επιχειρήσεων, στο οποίο διεξήχθη χρηματοοικονομική ανάλυση, αυξήθηκε το 2003 κατά 7,6% σε σχέση με το 2002, προσεγγίζοντας τα € 2,6 δις. Το Κόστος Πωληθέντων το 2003 διαμορφώθηκε στα € 1,7 δις, αυξημένο σε σχέση με το 2002 κατά 4,8%.

**Χρηματοοικονομικά Στοιχεία Δείγματος Φαρμακευτικών Επιχειρήσεων
(αξία σε χιλ. €)**

	2000	2001	2002	2003
Κεφάλαιο	277.37	288.45	343.11	336.229
Σύνολο Ενεργητικού	1.163.31	1.395.00	1.638.72	1.923.63
Ίδια Κεφάλαια	257.06	305.17	400.26	468.572
Βραχυπρόθεσμες	840.58	1.015.99	1.148.25	1.335.96
Μ/ Μακροπρόθεσμες	65.66	73.826	90.199	119.104
Σύνολο Υποχρεώσεων	906.25	1.089.82	1.238.45	1.455.06
Πάγιο	252.83	303.02	338.43	363.703
Αποσβέσεις	108.34	128.40	156.30	181.573
Κυκλοφορούν Ενεργητικό	1.018.81	1.220.36	1.456.58	1.741.51
Αποθέματα	285.54	353.67	444.16	491.296
Απαιτήσεις	687.88	753.14	922.83	1.191.22
Ταμείο-Καταθέσεις	45.38	113.54	89.592	58.986
Κύκλος Εργασιών	1.534.09	1.900.23	2.413.06	2.595.48
Κόστος Πωληθέντων	1.101.88	1.355.55	1.661.76	1.741.71
Μικτά Κέρδη	432.20	544.67	751.29	853.766
Καθαρά Κέρδη	53.71	96.555	187.41	213.833

Πηγή: IOBE-Επεξεργασία Οικονομικών Στοιχείων Επιχειρήσεων

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- 1) Business Analysis & Valuation Using Financial Statements, Palepu – Bernard - Healy, 1995
- 2) Asset Pricing, H. Cochrane, 2000
- 3) Χρηματοοικονομική Διοίκηση και Χρηματιστηριακές Αγορές , Γ. Καραθανάσης, 2002
- 4) Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων, Πρ. Ευθύμογλου - Ι. Λαζαρίδης, 2000
- 5) Equity Valuation Models and measuring goodwill impairment, American Accounting Association Financial Standards Committee, 2001
- 6) Corporate Financial Management, Emery Finnerty Stowe, 2004
- 7) Methods of Corporate Valuation “briefing” I.Giddy
- 8) Η Αγορά Φαρμάκου στην Ελλάδα Χ.Κουσουλάκου

SITES

www.investopedia.gr

www.pages.stern.nyu.edu.com

www.iraj.gr

www.valuepro.net

www.ase.gr

www.naftemporiki.gr