



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ (Ε-ΜΒΑ)**

Διπλωματική Εργασία

***ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΕΣ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΥ
ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ***

Ρούλιος Μιχαήλ

Πειραιάς, 2011

ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΕΣ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΥ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

Ρούλιος Μιχαήλ

Σημαντικοί όροι: Αξία Επιχείρησης, Μέθοδοι Αποτίμησης, Ελεύθερες Ταμειακές Ροές

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Τα τελευταία χρόνια έχει δημιουργηθεί μία έντονη φιλολογία γύρω από την καταλληλότητα των συμβατικών μεθόδων αποτίμησης εταιριών στη λεγόμενη «Εποχή της Νέας Οικονομίας». Τόσο τα μέλη της διεθνούς ακαδημαϊκής κοινότητας, όσο και οι επαγγελματίες εκτιμητές αρχίζουν με εντονότερο τρόπο να περιγράφουν τους περιορισμούς που θέτουν οι συμβατικές μέθοδοι αποτίμησης στο σύγχρονο χρηματοοικονομικό περιβάλλον, όπως για παράδειγμα η μέθοδος της προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών (DCF) με τη χρήση του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου (WACC), η μέθοδος προεξόφλησης υπολειμματικού εισοδήματος, η μέθοδος των πολλαπλασιαστών, κ.λ.π..

Στο πλαίσιο αυτό, της μερικής αμφισβήτησης των παλαιότερων συμβατικών μεθόδων, αναδύονται προτάσεις γύρω από τη χρήση τροποποιημένων ή νέων μεθόδων αποτίμησης (όπως Adjusted Present Value, Options, Equity Cash Flow, κ.λ.π.), οι οποίες κρίνονται, υπό προϋποθέσεις, ως καταλληλότερες για την αποτίμηση επιχειρηματικών δραστηριοτήτων, επενδυτικών ευκαιριών και δικαιωμάτων ιδιοκτησίας.

Η παρούσα μελέτη έχει ως σκοπό τη συνοπτική καταγραφή των μέχρι σήμερα μεθόδων αποτίμησης που χρησιμοποιούνται στη διεθνή πρακτική και έχουν αναπτυχθεί σε ακαδημαϊκό επίπεδο ή στα πλαίσια της λειτουργίας των κεφαλαιαγορών, την ανάλυση των πλεονεκτημάτων και των μειονεκτημάτων αυτών των μεθόδων, καθώς και την ανάδειξη των καταλληλότερων μεθόδων που πρέπει να χρησιμοποιούνται στη σημερινή «Εποχή της Νέας Οικονομίας» για την αποτίμηση των επιχειρήσεων.

Τέλος, θα γίνει μία προσπάθεια αποτίμησης της επιχείρησης SKY EXPRESS - «Κρητικές Αεροπορικές Εκμεταλλεύσεις Α.Α.Ε.Ε.», καθώς η μέχρι τώρα πορεία και ανάπτυξη της στον χώρο των ελληνικών αερογραμμών αποτελεί ένα σημαντικό κίνητρο προς μελέτη.

Ευχαριστίες

Θα ήθελα να εκφράσω τις ευχαριστίες μου στον κ. Χρήστο Καζαντζή, επιβλέπων καθηγητή, για την καθοδήγηση του κατά τη διάρκεια εκπόνησης της διπλωματικής μου εργασίας και για την ευκαιρία που μου έδωσε να ασχοληθώ με ένα τόσο ενδιαφέρον και διαχρονικό θέμα, καθώς και σε όλους τους καθηγητές και διδάσκοντες στο Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών στη Διοίκηση Επιχειρήσεων για Στελέχη.

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ

| | |
|---|-----|
| Πίνακας 1: Σκοπός αποτίμησης..... | 9 |
| Πίνακας 2: Πολλαπλασιαστές Κερδών..... | 28 |
| Πίνακας 3: Πολλαπλασιαστές Λογιστικής Αξίας..... | 28 |
| Πίνακας 4: Πολλαπλασιαστές Εσόδων..... | 28 |
| Πίνακας 5: Υπολογισμός προκύπτουσας Καθαρής Θέσης..... | 100 |
| Πίνακας 6: Υπολογισμός Μ.Ο. Απασχ. Κεφαλαίων και Αποτ. Εκμ/σης..... | 101 |
| Πίνακας 7: Υπολογισμός Υπεραξίας (Μέθοδος Α')..... | 101 |
| Πίνακας 8: Υπολογισμός Αξίας Επιχείρησης (Μέθοδος Α')..... | 102 |
| Πίνακας 9: Υπολογισμός Μελλοντικών Μικτών Απ/των Εκμ/σης (Μέθοδος Β')..... | 103 |
| Πίνακας 10: Υπολογισμός Υπεραξίας (Μέθοδος Β')..... | 104 |
| Πίνακας 11: Υπολογισμός Αξίας Επιχείρησης (Μέθοδος Β')..... | 104 |
| Πίνακας 12: Υπολογισμός Μελλοντικών Μικτών Απ/των Εκμ/σης (Μέθοδος Γ')..... | 106 |
| Πίνακας 13: Υπολογισμός Υπεραξίας (Μέθοδος Γ')..... | 107 |
| Πίνακας 14: Υπολογισμός Αξίας Επιχείρησης (Μέθοδος Γ')..... | 107 |
| Πίνακας 15: Αξία Επιχείρησης..... | 109 |
| Πίνακας 16: Ετήσιοι Ισολογισμοί (2006-2009)..... | 114 |
| Πίνακας 17: Ετήσια Απ/τα Χρήσης (2006-2009)..... | 115 |

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΕΙΚΟΝΩΝ

| | |
|---|----|
| Εικόνα 1.1: Η επιχείρηση και οι πιστωτές της | 3 |
| Εικόνα 1.2: Υπολογισμός Αξίας Επιχείρησης_1 | 3 |
| Εικόνα 1.3: Υπολογισμός Αξίας Επιχείρησης_2 | 4 |
| Εικόνα 1.4: Υπολογισμός Αξίας Επιχείρησης_3 | 4 |
| Εικόνα 1.5: Η διαδικασία της θεμελιώδους ανάλυσης | 6 |
| Εικόνα 2.1: Έννοια αποτίμησης..... | 8 |
| Εικόνα 2.2: Διαδοχικά στάδια αποτίμησης | 10 |
| Εικόνα 2.3: Διαδικασία της αποτίμησης | 12 |
| Εικόνα 2.4: Υπόδειγμα πέντε δυνάμεων του Porter | 13 |
| Εικόνα 3.1: Αλληλεξαρτήσεις Μεταβλητών Ανάλυσης..... | 23 |
| Εικόνα 3.2: Απόλυτα και Σχετικά μοντέλα αποτίμησης | 24 |
| Εικόνα 3.3: Κατηγοριοποίηση μοντέλων αποτίμησης | 26 |
| Εικόνα 5.1: Μοντέλο αποτίμησης DCF & Copeland Model | 61 |
| Εικόνα 8.1: Δραστηριότητα Εταιρίας..... | 86 |

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

| | |
|--|----|
| Διάγραμμα 1: Δείκτης γενικής ρευστότητας | 91 |
| Διάγραμμα 2: Δείκτης ειδικής ρευστότητας | 92 |
| Διάγραμμα 3: Δείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους | 93 |
| Διάγραμμα 4: Δείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους | 93 |
| Διάγραμμα 5: Δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων | 94 |
| Διάγραμμα 6: Δείκτης μέσης διάρκειας είσπραξης απαιτήσεων | 95 |
| Διάγραμμα 7: Δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού | 96 |
| Διάγραμμα 8: Χρηματοδότηση με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας | 97 |
| Διάγραμμα 9: Χρηματοδότηση με ίδια κεφάλαια | 97 |
| Διάγραμμα 10: Χρηματοδότηση κυκλοφορούντος ενεργητικού με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας | 98 |

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΕΙΚΟΝΩΝ

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

ΜΕΡΟΣ Α'

ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΕΣ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΥ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

| | |
|--|-----------|
| 1. ΑΞΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ | 1 |
| 1.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ..... | 1 |
| 1.2 ΕΝΝΟΙΑ ΑΞΙΑΣ | 1 |
| 1.3 ΔΙΑΓΝΩΣΗ ΔΥΝΑΤΟΤΗΤΩΝ ΚΑΙ ΑΔΥΝΑΜΙΩΝ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ | 4 |
| 1.4 ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ | 7 |
| 2. ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ | 8 |
| 2.1 ΕΝΝΟΙΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ | 8 |
| 2.2 ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΙΚΟΙ ΣΚΟΠΟΙ..... | 9 |
| 2.3 ΠΕΔΙΑ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ | 14 |
| 2.3.1 Εξαγορές και συγχωνεύσεις | 14 |
| 2.3.2 Διαχείριση χαρτοφυλακίου..... | 15 |
| 2.3.3 Corporate Finance | 16 |
| 2.4 ΠΙΘΑΝΑ ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ..... | 16 |
| 2.5 ΜΥΘΟΙ ΚΑΙ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ..... | 18 |
| 2.6 ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ | 21 |
| 3. ΠΛΑΙΣΙΑ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ | 22 |
| 3.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ..... | 22 |
| 3.2 ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΜΟΝΤΕΛΩΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ | 23 |
| 3.3 ΚΑΤΗΓΟΡΙΟΠΟΙΗΣΗ ΜΕΘΟΔΩΝ | 25 |
| 3.3.1 Με βάση τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρίας (Asset approach)..... | 26 |
| 3.3.2 Με βάση τα αποτελέσματα της εταιρίας (Income Approach)..... | 27 |
| 3.3.3 Με βάση την αγορά (Market approach)..... | 27 |
| 3.4 ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ | 30 |
| 4. ΜΟΝΤΕΛΑ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ | 31 |
| 4.1 ΓΕΝΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ..... | 31 |
| 4.2 ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΣ ΠΟΣΟΣΤΟΥ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΗΣ | 32 |
| 4.3 ΜΟΝΤΕΛΑ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΩΝ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ | 35 |

| | | |
|-----------|--|-----------|
| 4.3.1 | Μοντέλο Σταθερού Μερισματος..... | 37 |
| 4.3.2 | Μοντέλο Σταθερού Ρυθμού Αύξησης Μερισματος..... | 37 |
| 4.3.3 | Πολυσταδιακά Μοντέλα..... | 40 |
| 4.4 | ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ..... | 45 |
| 5. | ΜΟΝΤΕΛΑ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΕΛΕΥΘΕΡΗΣ ΤΑΜΕΙΑΚΗΣ ΡΟΗΣ | 46 |
| 5.1 | ΓΕΝΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ..... | 46 |
| 5.2 | ΠΑΡΟΥΣΑ ΑΞΙΑ ΕΛΕΥΘΕΡΗΣ ΤΑΜΕΙΑΚΗΣ ΡΟΗΣ | 47 |
| 5.3 | ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ..... | 47 |
| 5.3.1 | Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (WACC) | 49 |
| 5.3.2 | Capital Asset Pricing Model (CAPM) | 50 |
| 5.3.3 | Arbitrage Pricing Model (APM) | 52 |
| 5.4 | ΜΕΘΟΔΟΙ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΥ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ (FCF) | 52 |
| 5.4.1 | Καθαρά Αποτελέσματα Χρήσης..... | 53 |
| 5.4.2 | Κατάσταση Ταμειακών Ροών..... | 54 |
| 5.4.3 | Υπολογισμός FCFE μέσω FCFF | 55 |
| 5.5 | ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ..... | 56 |
| 5.6 | ΜΟΝΤΕΛΑ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ..... | 57 |
| 5.6.1 | Μοντέλα Σταθερού Ρυθμού Αύξησης (Stable Growth Models) | 57 |
| 5.6.2 | Μοντέλα Αποτίμησης Δυο Περιόδων (Two-Stage Models) | 58 |
| 5.6.3 | Μοντέλα Αποτίμησης Τριών Διαδοχικών Περιόδων (Three-Stage Models)..... | 60 |
| 5.7 | Μοντέλο Copeland | 61 |
| 5.8 | ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ..... | 62 |
| 5.9 | ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ | 64 |
| 6. | ΜΟΝΤΕΛΑ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ | 65 |
| 6.1 | ΓΕΝΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ..... | 65 |
| 6.2 | ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ | 66 |
| 6.3 | ΜΟΝΤΕΛΟ ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ..... | 66 |
| 6.4 | ΠΑΡΑΛΛΑΓΕΣ ΤΟΥ ΜΟΝΤΕΛΟΥ..... | 67 |
| 6.4.1 | Μοντέλο Διακριτής Περιόδου | 67 |
| 6.4.2 | Πολυσταδιακά Μοντέλα Αποτίμησης..... | 68 |
| 6.5 | ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ..... | 70 |
| 6.6 | ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ | 72 |
| 7. | ΜΟΝΤΕΛΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΒΑΣΗ ΔΕΙΚΤΩΝ ΑΓΟΡΑΣ..... | 73 |
| 7.1 | ΓΕΝΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ..... | 73 |
| 7.2 | ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΔΕΙΚΤΩΝ ΑΓΟΡΑΣ..... | 74 |
| 7.2.1 | Δείκτης P/E | 74 |
| 7.2.2 | Δείκτης P/BV | 77 |
| 7.2.3 | Δείκτης P/S | 78 |
| 7.2.4 | Δείκτης P/CF | 79 |

ΜΕΡΟΣ Β΄

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΑΕΡΟΠΟΡΙΚΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ SKY EXPRESS

| | | |
|------------|---|------------|
| 8. | ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ SKY EXPRESS | 84 |
| 8.1 | ΕΤΑΙΡΙΚΟ ΠΡΟΦΙΛ..... | 84 |
| 8.2 | ΕΤΑΙΡΙΚΟΣ ΣΤΟΛΟΣ..... | 85 |
| 8.3 | ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ..... | 85 |
| 8.4 | ΙΣΤΟΡΙΚΟ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ..... | 86 |
| 8.5 | ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΟΥ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΜΟΥ..... | 88 |
| 8.6 | ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΠΟΙΟΤΗΤΑΣ ΚΑΙ ΑΣΦΑΛΕΙΑΣ..... | 89 |
| 8.7 | ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ | 91 |
| 8.7.1 | Ανάλυση με αριθμοδείκτες Ρευστότητας (Liquidity ratios)..... | 91 |
| 8.7.2 | Ανάλυση με αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας (Profitability ratios) | 92 |
| 8.7.3 | Ανάλυση με αριθμοδείκτες Δραστηριότητας (Activity ratios) | 94 |
| 8.7.4 | Ανάλυση με αριθμοδείκτες Χρηματοδότησης | 96 |
| 9. | ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ SKY EXPRESS | 99 |
| 9.1 | ΕΙΣΑΓΩΓΗ..... | 99 |
| 9.2 | ΜΕΘΟΔΟΣ Α΄: ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗ ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ & ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΜΕΝΗ ΜΕΣΗ ΕΤΗΣΙΑ ΥΠΕΡΠΡΟΣΟΔΟΣ ΤΩΝ 4 ΤΕΛΕΥΤΑΙΩΝ ΕΤΩΝ..... | 99 |
| 9.3 | ΜΕΘΟΔΟΣ Β΄: ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗ ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ & ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΜΕΝΗ ΜΕΣΗ ΕΤΗΣΙΑ ΠΡΟΒΛΕΠΟΜΕΝΗ ΥΠΕΡΠΡΟΣΟΔΟΣ ΤΩΝ 5 ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΩΝ ΕΤΩΝ ... | 103 |
| 9.4 | ΜΕΘΟΔΟΣ Γ΄: ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ & ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΜΕΝΗ ΜΕΣΗ ΕΤΗΣΙΑ ΠΡΟΒΛΕΠΟΜΕΝΗ ΥΠΕΡΠΡΟΣΟΔΟΣ ΤΩΝ 5 ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΩΝ ΕΤΩΝ ... | 106 |
| 9.5 | ΜΕΘΟΔΟΣ Δ΄: ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ ΜΕ ΚΕΡΔΗ ΤΗΣ ΤΕΛΕΥΤΑΙΑΣ ΠΕΝΤΑΕΤΙΑΣ..... | 108 |
| 9.6 | ΜΕΘΟΔΟΣ Ε΄: ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ ΜΕ ΠΡΟΒΛΕΠΟΜΕΝΑ ΚΕΡΔΗ ΤΗΣ ΠΡΟΣΕΧΟΥΣ ΠΕΝΤΑΕΤΙΑΣ | 109 |
| 9.7 | ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ..... | 109 |
| 9.8 | ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ | 111 |
| 10. | ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ: ΕΤΗΣΙΕΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ (2006-2009) | 114 |
| 10.1 | ΕΤΗΣΙΟΙ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΙ (2006-2009) | 114 |
| 10.2 | ΕΤΗΣΙΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΗΣ (2006-2009)..... | 115 |

ΜΕΡΟΣ Α΄

**ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΕΣ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΥ
ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ**

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΑΙΑ

1. ΑΞΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

1.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η τρέχουσα οικονομική κρίση έχει προκαλέσει την ανησυχία των επενδυτών (μικρών και μεγάλων) σχετικά με την επενδυτική τους δραστηριότητα. Σε ένα τέτοιο κλίμα αβεβαιότητας η ανάγκη για τον καθορισμό της πραγματικής αξίας των εμπορεύσιμων συμμετοχικών τίτλων είναι αδήριτη. Οι συναλλασσόμενοι στις χρηματιστηριακές αγορές καθημερινά έρχονται αντιμέτωποι με τον εξής προβληματισμό: Πόσο πραγματικά αξίζει η μετοχή; Η τιμή στην οποία διαπραγματεύεται η συγκεκριμένη μετοχή είναι εύλογη, υπερτιμημένη ή υποτιμημένη.

Τα μεγάλα χρηματιστηριακά “σκάνδαλα” ή καλύτερα οι χρηματιστηριακές φούσκες (bubbles) στις ΗΠΑ ,αλλά και στο ελληνικό χρηματιστήριο έχουν κλονίσει την εμπιστοσύνη των επενδυτών. Μετοχές εταιριών διαπραγματεύτηκαν σε ιδιαίτερα (έως εξωφρενικά) υψηλές τιμές σε σχέση με την λογιστική τους αξία , την περιουσιακή τους κατάσταση ή την κερδοφορία και τις χρηματοροές. Ιδιαίτερα στους κλάδους της “νέας οικονομίας” ,πληροφορική ,τηλεπικοινωνίες ,ιντερνέτ θεωρήθηκε ότι οι παραδοσιακές θεωρίες μέτρησης και αποτίμησης δεν μπορούσαν να εφαρμοστούν στην νέα οικονομία της τεχνολογικής εξειδίκευσης και της εξειδικευμένης γνώσης. Συνοδευόμενες συχνά και από ελεγκτικό-λογιστικά σκάνδαλα οι μετοχές των επιχειρήσεων της υψηλής τεχνολογίας έχασαν το μεγαλύτερο μέρος της αξίας τους και στη χειρότερη περίπτωση οι ίδιες οι εταιρείες πτώχευσαν.

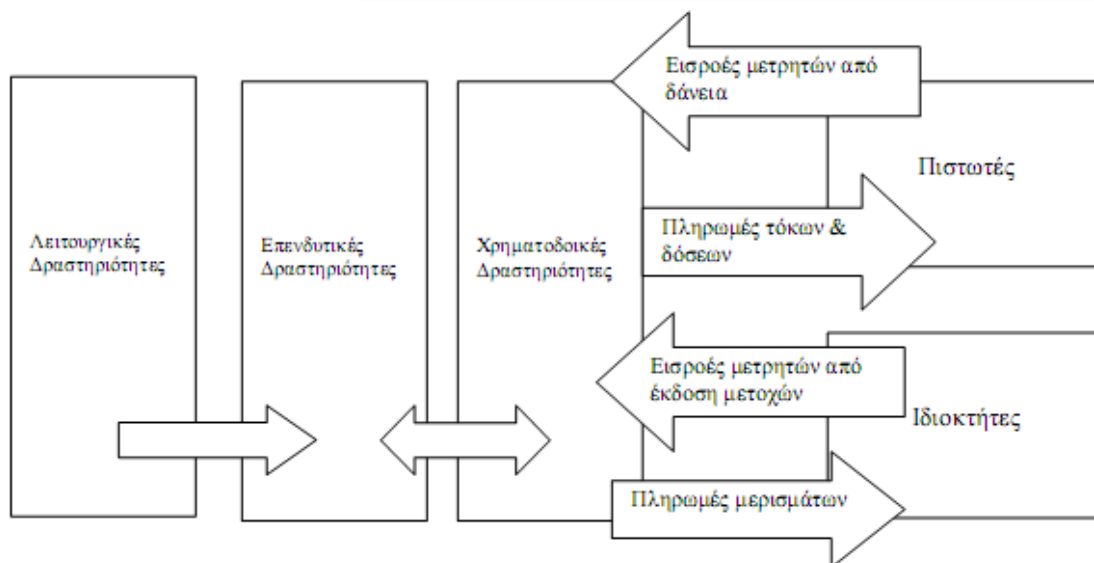
Προκειμένου να απαλειφθεί αυτή η αβεβαιότητα, οι επενδυτές τείνουν να συμβουλευονται επενδυτικούς συμβούλους, οι οποίοι συνήθως παρέχουν ένα ατελείωτο καταίγισμό πληροφοριών και προτάσεων βασιζόμενοι σε ένα ή και περισσότερα μοντέλα αποτίμησης. Καθώς το κάθε μοντέλο δίνει και τη δική του αποτίμηση, το ερώτημα που ανακύπτει είναι ποιο μοντέλο είναι το πιο αξιόπιστο. Η απάντηση σε αυτό το ερώτημα δεν είναι απλή ,η επιλογή του κατάλληλου μοντέλου διαφέρει από επιχείρηση σε επιχείρηση καθώς τα θεμελιώδη μεγέθη που απεικονίζουν τη δημιουργία αξίας διαφέρουν ανάλογα με τα συγκεκριμένα χαρακτηριστικά της κάθε οικονομική μονάδας και του κλάδου στον οποίο δραστηριοποιείται.

1.2 ΕΝΝΟΙΑ ΑΞΙΑΣ

Μετά από μελέτη της σχετικής (ακαδημαϊκής βιβλιογραφίας) αλλά και δημοσιεύσεων επαγγελματιών του χώρου οι έννοιες της αξίας μπορούν να διαχωριστούν σε πέντε διαφορετικές κατηγορίες:

1. Αγοραία αξία (Fair Market Value): Η τιμή (αξία) εκφρασμένη σε ρευστά σοδύναμα (cash equivalents) στα οποία μία περιουσία αλλάζει χέρια μεταξύ ενός υποτιθέμενου ,πρόθυμου και ικανού (willing and able) πωλητή και ενός υποτιθέμενου ,πρόθυμου και ικανού αγοραστή ,οι οποίοι συναλλάσσονται σε μία ανοικτή αγορά ,χωρίς καμία πίεση (εξαναγκασμό) να πουλήσουν ή να αγοράσουν και έχουν και οι δύο ικανή γνώση των σχετικών διαδικασιών.
2. Επενδυτική Αξία (Investment Value): Η αξία για κάποιον συγκεκριμένο επενδυτή η οποία βασίζεται στις ατομικές επενδυτικές του προσδοκίες και απαιτήσεις.
3. Πραγματική (εσωτερική) αξία (Intrinsic ή Fundamental Value): Η αξία που βασίζεται κυρίως στη θεμελιώδη ανάλυση (Fundamental Analysis) και είναι αυτή στην οποία αναφέρονται τα ακαδημαϊκά εγχειρίδια οικονομικής. Είναι η πραγματική (εσωτερική) αξία μίας επιχείρησης (ή ενός αξιογράφου) βασισμένη σε εκτιμήσεις και υπολογισμούς διαθέσιμων στοιχείων και δεδομένων σχετικών με την επιχείρηση.
4. Δίκαιη αξία (Fair Value): Η αξία που χρησιμοποιείται σε υποθέσεις διαφορών και αμφισβητήσεων μεταξύ ιδιωτών και κρατικής εξουσίας ή μεταξύ ιδιωτών μεταξύ τους και η οποία χρησιμοποιείται στα δικαστήρια.
5. Δίκαιη αξία (εύλογη αξία) (Fair Value): Είναι η αξία που θα μπορούσε να αποκτηθεί για ένα περιουσιακό στοιχείο ή να πληρωθεί για μία υποχρέωση. Είναι η αξίες που χρησιμοποιούνται στις οικονομικές καταστάσεις όταν αυτές καθορίζονται σύμφωνα με τη λογιστική της εύλογης αξίας (fair value accounting).

Η επιχείρηση αποτελεί ένα οργανωμένο σύνολο από πολυάριθμα περιουσιακά στοιχεία, των οποίων η συντονισμένη δραστηριότητα πρέπει να εξασφαλίζει την παραγωγικότητα της εκμεταλλεύσεως τους και την αποδοτικότητα των κεφαλαίων που διατέθηκαν για την απόκτηση και την εκμετάλλευση αυτών. Το οργανωμένο αυτό σύνολο περιουσιακών στοιχείων αποτελεί μια δρώσα οικονομική οντότητα με συνεχιζόμενη δραστηριότητα (going concern) που αποκτά μια ιδιαίτερη αξία, η οποία, κατά κανόνα, απομακρύνεται από το άθροισμα της αξίας των επιμέρους περιουσιακών στοιχείων που την απαρτίζουν και η οποία εξαρτάται βασικά από την ικανότητα της οντότητας να παράγει αγαθά ή να προσφέρει υπηρεσίες, δηλαδή, σε τελική ανάλυση, από την ικανότητά της να παράγει εισόδημα. Με άλλα λόγια, η αξία της οικονομικής αυτής οντότητας συνδέεται με την εκμετάλλευση του συνόλου των περιουσιακών της στοιχείων, δηλαδή με τη δράση τους και όχι με την πώληση των επιμέρους στοιχείων που την απαρτίζουν.



Πηγή : ST. Penman: Financial Statements Analysis ,2004.

Εικόνα 1.1: Η επιχείρηση και οι πιστωτές της

Η αξία της επιχείρησης, λοιπόν, εκτιμώνται ως μιας οικονομικής μονάδας με συνεχιζόμενη δραστηριότητα, εξαρτάται από το ύψος των κερδών που η επιχείρηση προβλέπεται ότι θα πραγματοποιεί στο μέλλον με βάση τη συγκρότηση και διάρθρωσή της κατά το χρόνο εκτιμήσεως της αξίας της.

Ορισμένοι μελετητές και πρακτικοί αντιμετώπισαν την επιχείρηση ως οικονομική οντότητα με άπειρη χρονική διάρκεια που αποφέρει στους φορείς της διηλεκώς ένα εκτιμώμενο κέρδος. Η αξία, λοιπόν, της επιχείρησης κατ' αυτούς απαρτίζεται από τα κεφαλαιοποιημένα μελλοντικά κέρδη της επιχείρησης και την αξία ρευστοποιήσεως των μη λειτουργικών περιουσιακών της στοιχείων. Δηλαδή:

$$\text{Αξία επιχείρησης} = \frac{\text{Κεφαλαιοποιημένα οργανικά κέρδη}}{\alpha \frac{i}{\infty} = \frac{\text{Ετήσια κέρδη}}{i}} + \text{Αξία ρευστοποίησης μη λειτουργικών στοιχείων}$$

Εικόνα 1.2: Υπολογισμός Αξίας Επιχείρησης_1

Οι περισσότεροι δέχονται και ορθώς ότι η επιχείρηση, όπως κάθε ζωντανός οργανισμός, έχει περιορισμένη διάρκεια ζωής. Έτσι, λένε, η αξία της επιχείρησης απαρτίζεται από την παρούσα αξία των κερδών που προβλέπεται ότι θα πραγματοποιήσει στη διάρκεια της ζωής της και την αξία ρευστοποίησης των μη λειτουργικών της στοιχείων, καθώς και από την τυχόν υπολειμματική αξία των λειτουργικών στοιχείων. Δηλαδή:

$$\text{Αξία επιχειρήσεως} = \begin{array}{|c|} \hline \text{Παρούσα αξία μελλοντικών κερδών} \\ \hline \text{Ετήσια κέρδη} \quad \alpha \frac{i}{\eta} \\ \hline \end{array} + \begin{array}{|c|} \hline \text{Αξία ρευστοποίησης μη λειτουργικών στοιχείων} \\ \hline \end{array} + \begin{array}{|c|} \hline \text{Υπολειμματική αξία λειτουργικών στοιχείων} \\ \hline \text{Υπολειμματική αξία} \quad \frac{1}{(1+i)^{\eta}} \\ \hline \end{array}$$

Εικόνα 1.3: Υπολογισμός Αξίας Επιχείρησης_2

Άλλοι υποστήριξαν ότι, επειδή υπάρχει αβεβαιότητα ως προς το ύψος των μελλοντικών κερδών, δεν είναι ορθό οι υπολογισμοί για την αξία της επιχείρησης να στηρίζονται αποκλειστικά στα μελλοντικά κέρδη, αλλά πρέπει να λαμβάνεται υπόψη και η πραγματική καθαρή θέση της επιχείρησης. Κατά την αντίληψη αυτήν, η αξία της επιχείρησης απαρτίζεται από την πραγματική καθαρή θέση της επιχείρησης αυξημένη με την υπερπρόσοδο (goodwill) που πραγματοποιεί η επιχείρηση. Δηλαδή:

$$\text{Αξία επιχειρήσεως} = \begin{array}{|c|} \hline \text{Πραγματική καθαρή θέση} \\ \hline \end{array} + \begin{array}{|c|} \hline \text{Goodwill} \\ \hline \end{array}$$

Εικόνα 1.4: Υπολογισμός Αξίας Επιχείρησης_3

1.3 ΔΙΑΓΝΩΣΗ ΔΥΝΑΤΟΤΗΤΩΝ ΚΑΙ ΑΔΥΝΑΜΙΩΝ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

Οι επιχειρήσεις, σαν ζωντανοί οικονομικοί οργανισμοί, χαρακτηρίζονται από ορισμένες δυνατότητες αλλά και αδυναμίες σε σχέση πάντοτε με το περιβάλλον μέσα στο οποίο ζουν και αναπτύσσονται. Η ικανότητα της επιχείρησης να παράγει και να προσφέρει τις υπηρεσίες της στο κοινωνικό σύνολο και ο βαθμός επιτυχίας της, σύμφωνα με την κρατούσα γνώμη, βρίσκει την έκφραση της στην ικανότητά της να πραγματοποιεί κέρδη. Η ικανότητα αυτή της επιχείρησης, η οποία καθορίζει και την αξία της, πρέπει να ερευνάται κατ' ανάγκη σε σχέση με το περιβάλλον μέσα στο οποίο υφίσταται και λειτουργεί και το οποίο επηρεάζει αποφασιστικά τις συνθήκες υπάρξεώς της.

Ο εμπειρογνώμονας - εκτιμητής της αξίας μιας επιχείρησης δεν μπορεί να ολοκληρώσει με επιτυχία το έργο του αν δε μελετήσει σε βάθος την τεχνικό-παραγωγική και χρηματοοικονομική δομή της επιχείρησης και το περιβάλλον μέσα στο οποίο λειτουργεί η επιχείρηση και καθορίσει τη θέση της μέσα στο περιβάλλον αυτό και επιπλέον να διαγνώσει τις παρούσες και μέλλουσες δυνατότητες και αδυναμίες της.

Ο εμπειρογνώμονας - εκτιμητής οφείλει, λοιπόν, να διαγνώσει τα συγκριτικά με τις ανταγωνίστριες επιχειρήσεις πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα της επιχείρησης και να

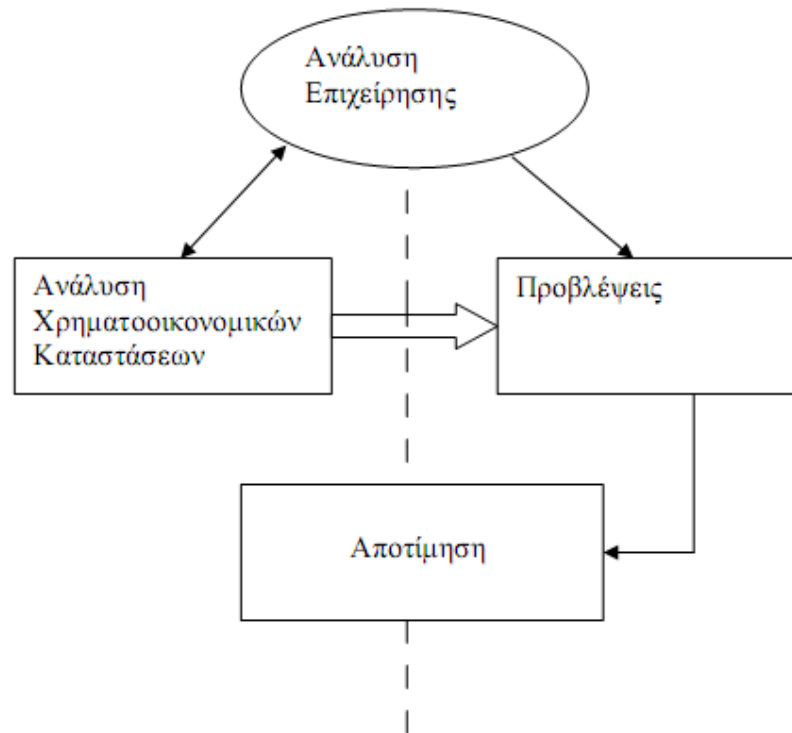
καθορίσει την θέση της στην αγορά κατά το χρόνο που πραγματοποιεί την εκτίμησή του, αλλά και να προδιαγράψει, όσο το δυνατό ακριβέστερα, τη μελλοντική θέση αυτής στην αγορά, θέμα βέβαια δυσχερέστατο, αφού η αγορά είναι ευμετάβλητη και ο ανταγωνισμός ανελέητος.

Η επιχείρηση δεν είναι τίποτε άλλο από ένα οργανωμένο σύνολο έμψυχου δυναμικού και άψυχων (υλικών και άυλων) οικονομικών αγαθών, το οποίο βρίσκει τη χρησιμότητά του, και επομένως και την αξία του, σε συσχετισμό πάντοτε με την αγορά. Πρέπει να τονιστεί ιδιαίτερα η βαρύτητα της σχέσεως αυτής στην αξία της επιχειρήσεως, γιατί η απόκτηση ενός καλού ονόματος στην αγορά και η απόκτηση μιας επώνυμης θέσεως μέσα σε αυτήν απαιτεί μακρόχρονη και επιτυχημένη προσπάθεια. Εκείνο που απαιτεί πολυετή επίμοχθη προσπάθεια είναι η εδραίωση και επιβολή της επιχειρήσεως στην αγορά.

Ο εμπειρογνώμονας - εκτιμητής οφείλει, λοιπόν, να διαγνώσει το παρόν και το μέλλον της επιχειρήσεως και αναγκαίως πρέπει να μελετήσει την τεχνικο-παραγωγική και τη χρηματοοικονομική κατάσταση της επιχειρήσεως σε σχέση με την αγορά. Την έρευνά του πρέπει να βασίσει, όχι μόνο στις οικονομικές καταστάσεις (ισολογισμούς, πίνακες αποτελεσμάτων χρήσεως κ.λπ.), όπως δυστυχώς συνηθίζεται από ορισμένους εμπειρογνώμονες - εκτιμητές στη χώρα μας, αφού αυτές δεν επαρκούν για τη διάγνωση του βαθμού της παρούσας και μέλλουσας υγείας της επιχείρησης. Δεν προκύπτει ολοκληρωμένη αντίληψη των δυνατοτήτων και αδυναμιών της επιχειρήσεως με τη μελέτη μόνο των οικονομικών καταστάσεων. Απαιτείται παράλληλα σε βάθος γνώση του τεχνολογικού εξοπλισμού της επιχειρήσεως, του βαθμού απασχολήσεως της επιχειρήσεως, της δυνατότητάς της για διατήρηση της θέσεώς της στην αγορά, αλλά και της δυνατότητάς της για παραπέρα διεξόδυση σ' αυτή. Με άλλα λόγια ο εμπειρογνώμονας - εκτιμητής οφείλει να διαγνώσει το παρόν για να μαντέψει το μέλλον της επιχειρήσεως, για το οποίο κυρίως ενδιαφέρεται. Γιατί ένα λαμπρό παρελθόν της επιχειρήσεως έχει βαρύτητα στην προσπάθεια εκτιμήσεως της αξίας της, μόνο στο βαθμό που το παρελθόν μπορεί να προδικάσει το μέλλον της.

Σημειώνεται όμως με ιδιαίτερη έμφαση, ότι οι εκτιμήσεις και τα συμπεράσματα του εμπειρογνώμονα - εκτιμητή για το μέλλον της επιχειρήσεως πρέπει να στηρίζονται στην τεχνικο-παραγωγική και χρηματοοικονομική διάρθρωση που έχει η επιχείρηση κατά το χρόνο που διενεργείται η εκτίμηση και όχι στη διάρθρωση που ενδεχομένως να αποκτήσει η επιχείρηση στο μέλλον. Ωστόσο, η δυνατότητα ενός τεχνολογικού εκσυγχρονισμού και οικονομικής εξυγίανσεως τη επιχειρήσεως πρέπει να επισημαίνεται, γιατί σε περίπτωση μη υπάρξεως μιας τέτοιας δυνατότητας, ενώ ο εκσυγχρονισμός και η εξυγίανση θεωρούνται αναγκαίοι, το μέλλον της επιχειρήσεως

διαγράφεται δυσσίωλο, έστω και αν επί του παρόντος οι δυσμενείς συνέπειες των αδυναμιών της τεχνικο-παραγωγικής και χρηματοοικονομικής δομής της επιχειρήσεως δεν έχουν ακόμη έκδηλα επηρεάσει τα αποτελέσματά της.



Χρόνος : Ιστορικές περιόδους Ημέρα αποτίμησης Περίοδοι προβλέψεων

Πηγή : L. Soffer ,R. Soffer ,Financial Statements analysis : a Valuation Approach.

Εικόνα 1.5: Η διαδικασία της θεμελιώδους ανάλυσης

Στην προσπάθεια διαγνώσεως της επιχειρήσεως, ο εμπειρογνώμονας - εκτιμητής οφείλει να συνεργαστεί με τα αρμόδια στελέχη της επιχειρήσεως και να λάβει από αυτά τα απαραίτητα στοιχεία και τις πληροφορίες, τη βασιμότητα των οποίων οφείλει να εξακριβώσει. Τα προγράμματα δράσεως, που καταρτίζουν οι σύγχρονες επιχειρήσεις, είναι δυνατόν να αποτελέσουν πηγή χρήσιμων πληροφοριών για την εκτίμηση της μελλοντικής πορείας της επιχειρήσεως, αρκεί τα προγράμματα αυτά να είναι ρεαλιστικά και να μην υφίστανται της πραγματικότητας.

Ακόμη, σε ιδιόρρυθμες περιπτώσεις, ο εκτιμητής μπορεί να ζητήσει από εξειδικευμένους οίκους την κατάρτιση ειδικών μελετών, οι οποίες να αναφέρονται στη θέση και στη μελλοντική πορεία της επιχειρήσεως στην αγορά, αλλά και στο βαθμό εκσυγχρονισμού του τεχνικο-παραγωγικού εξοπλισμού της επιχειρήσεως, πάντοτε σε σχέση με τις ανταγωνίστριες επιχειρήσεις που δρουν μέσα στο περιβάλλον στο οποίο αναπτύσσει τη δράση της η επιχείρηση.

1.4 ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

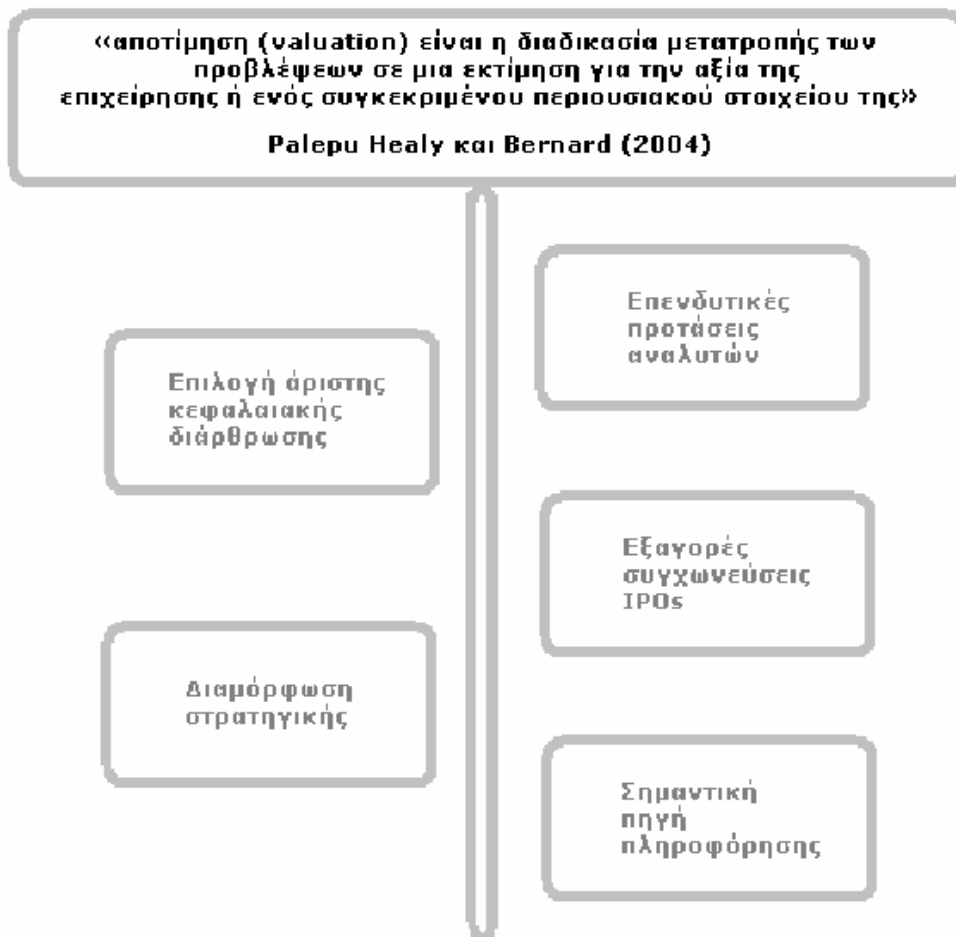
1. Σακέλλης Ε. 2001, Συγχωνεύσεις – Διασπάσεις – Εξαγορές – Μετατροπές Εταιρειών & Εκτίμηση Αξίας Επιχειρήσεως, Εκδ. Ε.Σακέλλη (Γ' Έκδοση).
2. Τσάμης Δ. 2011, Αποτίμηση της αξίας της επιχείρησης με βάση την κερδοφορία στα πλαίσια της διεθνούς και ελληνικής βιβλιογραφίας, Διπλ. Εργασία, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας.

2. ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

2.1 ΕΝΝΟΙΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Ως έννοια της αποτίμησης (valuation) νοείται η διαδικασία μετατροπής των προβλέψεων σε μια εκτίμηση για την αξία μίας επιχειρηματικής μονάδας ή ενός συγκεκριμένου 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.

Το ακόλουθο σχήμα παρουσιάζει πέραν του ορισμού της αποτίμησης, σύμφωνα με τους **Palepu Healy & Bernard**, και τους σημαντικότερους τομείς εφαρμογής της:



Εικόνα 2.1: Έννοια αποτίμησης

Η αποτίμηση είναι ουσιαστικά μια επαναληπτική διαδικασία. Όσο περισσότερα μαθαίνεις τόσο περισσότερες ερωτήσεις γεννώνται. Επιπλέον, αποκτάται καλύτερη

επίγνωση της κατάστασης, με αποτέλεσμα να απαιτείται επανεξέταση και πιθανόν αναθεώρηση της μέχρι τώρα ανάλυσης (Copeland, Koller, Murrin, 2000).

Κάθε επιχείρηση με την ίδρυσή 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 δραστηριότητές της, η αξία της αυξάνεται. Αντίθετα αν είναι ζημιογόνος, ευάλωτη σε πολλούς επιχειρηματικούς κινδύνους και έχει περιορισμένες προοπτικές, τότε η αξία της μειώνεται. Εάν η εταιρεία είναι εισηγμένη στη χρηματιστηριακή αγορά, οι μεταβολές στην αξία της αποτυπώνονται στη τιμή της μετοχής. Η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής όμως, δεν αποτελεί τον απόλυτο προσδιοριστικό παράγοντα της αξίας της επιχείρησης, καθώς καθορίζεται από την προσφορά και τη ζήτηση των επενδυτών οι οποίοι δεν είναι σε θέση να γνωρίζουν τη χρηματοοικονομική κατάσταση, τα επιχειρηματικά σχέδια και άλλα πλάνα που επηρεάζουν την κατάσταση της εν λόγω επιχείρησης. Οι λογιστικές καταστάσεις και τα ενημερωτικά δελτία που δημοσιεύονται, περιλαμβάνουν περιορισμένες πληροφορίες, με αποτέλεσμα οι επενδυτές να μην έχουν την απαιτούμενη πληροφόρηση.

2.2 ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΙΚΟΙ ΣΚΟΠΟΙ

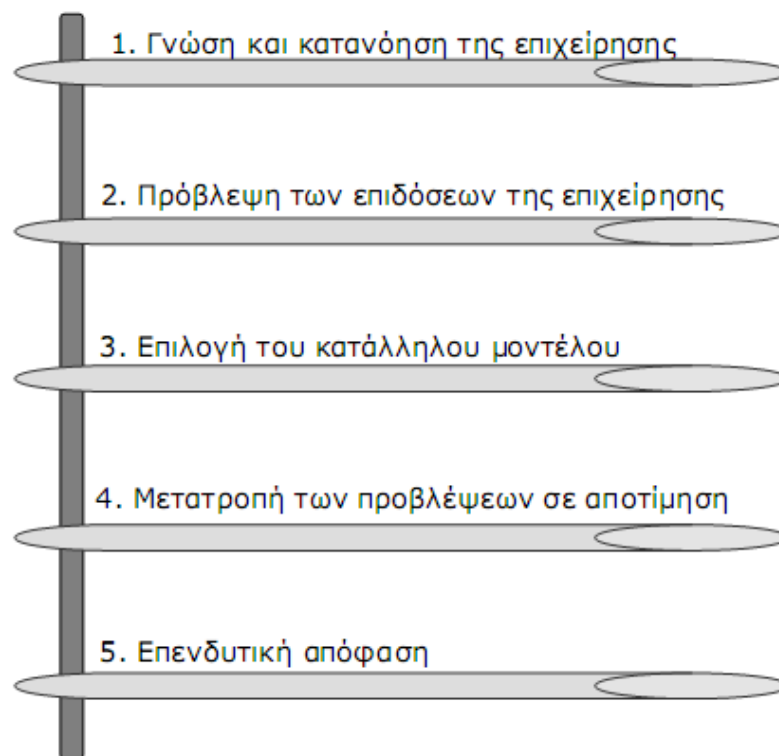
Ο αντικειμενικός σκοπός του προσδιορισμού της αξίας μιας επιχείρησης μέσω της αποτίμησης είναι αφενός ο υπολογισμός της παρούσας αξίας της και αφετέρου μια κατά το δυνατό ικανοποιητική πρόβλεψη της μελλοντικής της επίδοσης, λαμβάνοντας υπ' όψη στους υπολογισμούς αυτούς τους παράγοντες της αβεβαιότητας και του κινδύνου.

Πίνακας 1: Σκοπός αποτίμησης

| | |
|---|---|
| Επιλογή Μετοχών | <i>Αναγνώριση επενδυτικών ευκαιριών ανάμεσα σε υποτιμημένες και υπερτιμημένες μετοχές</i> |
| Συμπεράσματα για τις προσδοκίες της αγοράς | <i>Οι τιμές απεικονίζουν τις προσδοκίες της αγοράς για τις μελλοντικές προοπτικές της εταιρείας-Σύγκριση με Fundamentals- Δημιουργία Benchmarks</i> |
| Αξιολόγηση επιχειρηματικών γεγονότων | <i>Επίδραση στην αξία της εταιρείας των εξαγορών, συγχωνεύσεων, MBOs, spin-offs, Divestitures</i> |
| Μηχανισμός διαλόγου | <i>Διάλογος ανάμεσα στη Διοίκηση τους μετόχους και τους αναλυτές για θέματα που επηρεάζουν την αξία της εταιρείας</i> |
| Αξιολόγηση στρατηγικών | <i>Διαρκής αξιολόγηση από τους μετόχους πώς η κάθε εναλλακτική στρατηγική επιδρά στην αξία της εταιρείας</i> |
| Αποτίμηση private εταιρειών | <i>Η τιμή της μετοχής δεν διαπραγματεύεται δημόσια, απαραίτητη η αποτίμηση π.χ. σε IPOs</i> |

Σύμφωνα με πολλούς αναλυτές, κάθε μέθοδος αποτίμησης οφείλει να ικανοποιεί τους εξής στόχους:

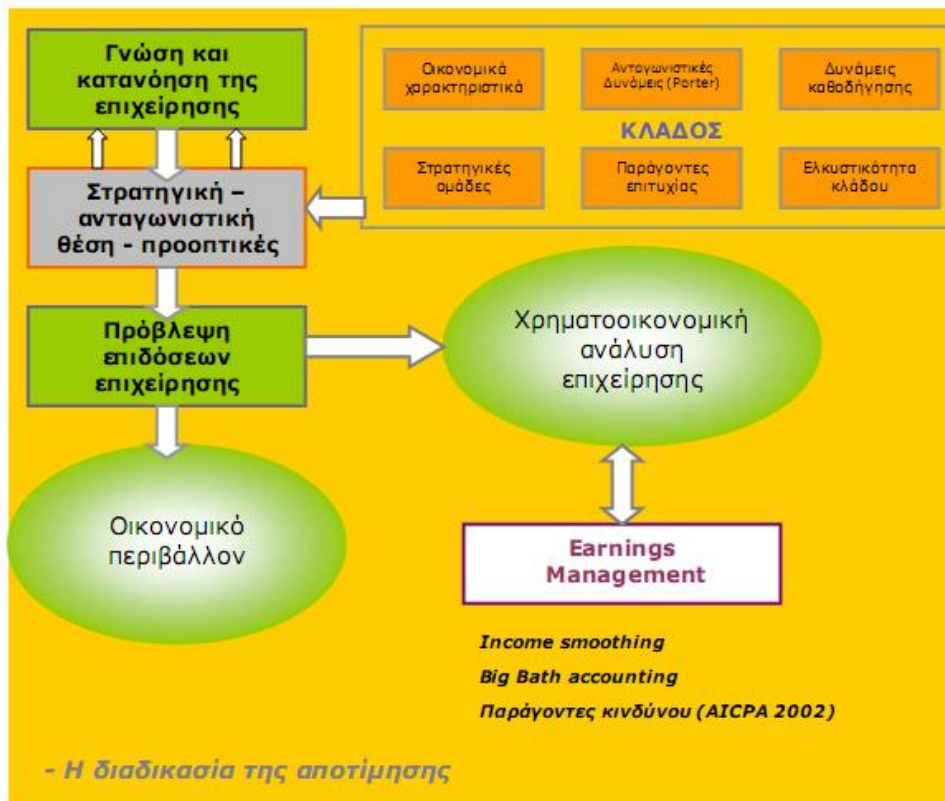
- Να παρέχει την πληρέστερη δυνατή πληροφόρηση για την εκτιμώμενη εταιρεία.
- Η πληροφόρηση να είναι κατανοητή και εύχρηστη.
- Η τρέχουσα αξία της επιχείρησης να προσεγγίζεται κατά τον πιο ικανοποιητικό τρόπο.
- Όλες οι πληροφορίες να στοιχειοθετούνται και οι εκτιμήσεις να αιτιολογούνται.
- Να ορίζονται με σαφήνεια οι περιορισμοί της εκτίμησης (στην περίπτωση κατά την οποία οι πηγές άντλησης πληροφοριών σχετικά με την εταιρεία δεν είναι επαρκώς τεκμηριωμένες)



Εικόνα 2.2: Διαδοχικά στάδια αποτίμησης

Τα βήματα που συνίστανται να ακολουθούνται κατά τη διάρκεια της αποτίμησης μιας επιχείρησης προκειμένου να ελαχιστοποιηθούν οι αποκλίσεις κατά την πρόβλεψη της μελλοντικής της κατάστασης, είναι τα ακόλουθα:

- Να αναλύονται τα χαρακτηριστικά και οι ιδιαιτερότητες της επιχείρησης (π.χ. λειτουργίες, οργανωτική δομή, στόχοι, προϊόντα, σχέσεις με το εξωτερικό περιβάλλον, εταιρική κουλτούρα, δυνάμεις και αδυναμίες κ.λ.π.)
- Να εκτιμάται το επίπεδο ρίσκου. Η ποσότητα και ο χρόνος των ταμιακών ροών δεν μπορεί να εκτιμηθεί με βεβαιότητα. Οι περισσότεροι επενδυτές προσπαθούν να αποφύγουν ριψοκίνδυνες επενδύσεις.
- Να αναλύεται η ιστορική πορεία της επιχείρησης αναφορικά με την οικονομική της επίδοση, βάσει των διαθέσιμων οικονομικών καταστάσεων. Μια σωστή ανάλυση θα πρέπει να εστιάζει στους παράγοντες-κλειδιά της αξίας της επιχείρησης, όπως για παράδειγμα η απόδοση των επενδυμένων κεφαλαίων, η ανάπτυξη (growth), οι υπολειμματικές ταμιακές ροές. Μέσα από μια εκτεταμένη και προσεκτική ανάλυση του παρελθόντος μπορεί να τεκμηριωθεί κατά πόσο η εταιρεία δημιουργεί αξία, αν υπάρχει ανάπτυξη και πώς μπορεί να συγκριθεί με τους ανταγωνιστές της.
- Να κατανοείται το περιβάλλον εντός του οποίου δραστηριοποιείται η επιχείρηση καθώς και οι προοπτικές του (η εξέλιξη της αγοράς, οι διακυμάνσεις της, οι κίνδυνοί της, όπως επίσης και οι μακροοικονομικοί παράγοντες που δυνητικά μπορούν να επηρεάσουν την αγορά δηλαδή πληθωρισμός, επιτόκια κ.τ.λ.)
- Οι προβλέψεις που γίνονται σχετικά με την πορεία της εταιρείας και την επίδοσή της θα πρέπει να θεμελιώνονται σε λογικές παραδοχές, οι οποίες πρέπει να ελέγχονται. Η πρόβλεψη επίδοσης περιλαμβάνει την κατανόηση της στρατηγικής θέσης, την ανάλυση του επιχειρηματικού συστήματος και της διάρθρωσης της αγοράς, τα οποία συμβάλλουν στην ανάπτυξη ενός μοντέλου κερδών για το μέλλον (συνήθως για περίοδο 3-5 χρόνων).
- Να υπολογίζονται και να ερμηνεύονται τα αποτελέσματα. Ο σκοπός της αξιολόγησης μιας επιχείρησης είναι να βοηθά στην καθοδήγηση λήψης διοικητικών ή επενδυτικών αποφάσεων, οι οποίες βέβαια εμπεριέχουν αβεβαιότητα και κίνδυνο.



Εικόνα 2.3: Διαδικασία της αποτίμησης

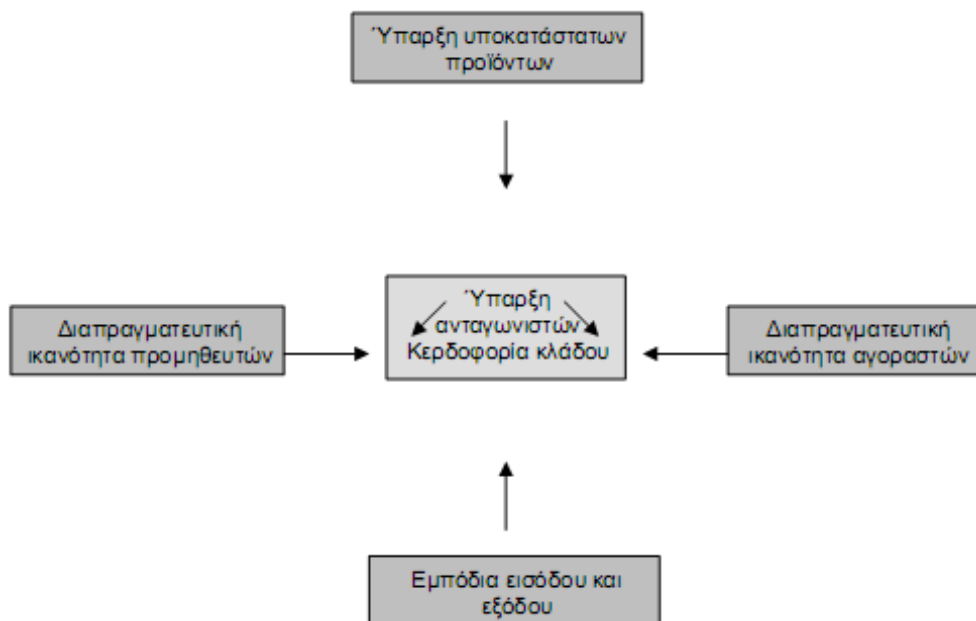
Για τους λόγους αυτούς, ένα από τα σημαντικότερα εργαλεία αποτίμησης θεωρείται η ανάλυση επιχειρηματικής στρατηγικής, η οποία είναι ιδιαίτερα σημαντική για την ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων της εταιρείας. Η ανάλυση επιχειρηματικής στρατηγικής παρέχει τη δυνατότητα στον αναλυτή να προβάλλει τα οικονομικά στοιχεία σε ένα πιο ποιοτικό επίπεδο, ενώ παράλληλα του επιτρέπει να αναγνωρίσει τους παράγοντες-κλειδιά της κερδοφορίας της επιχείρησης καθώς και τους ουσιώδεις κινδύνους της. Έτσι, βοηθά τον αναλυτή να εκτιμήσει ορθότερα την ικανότητα της επιχείρησης να διατηρήσει την οικονομική της επίδοση αλλά και να κάνει πιο ρεαλιστικές προβλέψεις σχετικά με την μελλοντική της απόδοση.

Είναι γενικά αποδεκτό ότι κατά πόσο η απόδοση που επιτυγχάνει μια επιχείρηση επί των ιδίων κεφαλαίων υπερβαίνει το κόστος των κεφαλαίων αυτών, εξαρτάται από τις στρατηγικές της επιλογές και ειδικότερα από:

- a. τον κλάδο όπου δραστηριοποιείται η επιχείρηση,
- b. τον τρόπο με τον οποίο επιλέγει να ανταγωνιστεί τις υπόλοιπες εταιρείες του κλάδου (competitive positioning) και
- c. τον τρόπο με τον οποίο προσδοκά να δημιουργήσει και να εκμεταλλευτεί τις συνέργειες εντός του φάσματος των δραστηριοτήτων (businesses) που εκτελεί.

Η στρατηγική ανάλυση (strategy analysis) περιλαμβάνει την ανάλυση και των τριών αυτών επιλογών.

Συγκεκριμένα, η ανάλυση του κλάδου συντελεί στην αναγνώριση των παραγόντων εκείνων που επηρεάζουν σημαντικά την κερδοφορία του και κατ' επέκταση των επιχειρήσεων που ανήκουν σε αυτόν. Σε γενικές γραμμές, ένας κλάδος επηρεάζεται από τις πέντε δυνάμεις του Porter (τον ανταγωνισμό μεταξύ των υφιστάμενων στον κλάδο επιχειρήσεων, την απειλή νεοεισερχόμενων επιχειρήσεων, την απειλή από υποκατάστατα προϊόντα, τη διαπραγματευτική δύναμη αγοραστών και προμηθευτών). Κατά την ανάλυση του κλάδου, ο αναλυτής θα πρέπει να εκτιμήσει την τρέχουσα επίδραση καθενός παράγοντα στην επιχείρηση και να κάνει προβλέψεις για τις όποιες πιθανές μελλοντικές αλλαγές.



Εικόνα 2.4: Υπόδειγμα πέντε δυνάμεων του Porter

Επιπλέον, ο αναλυτής θα προχωρήσει και σε ανάλυση της ανταγωνιστικής στρατηγικής (competitive strategy) της επιχείρησης, η οποία αφορά στον τρόπο με τον οποίο προσπαθεί η επιχείρηση να αποκτήσει διατηρήσιμο ανταγωνιστικό πλεονέκτημα έναντι των ανταγωνιστών της είτε μέσω στρατηγικής διαφοροποίησης είτε μέσω στρατηγικής ηγεσίας κόστους. Ο αναλυτής θα πρέπει να προσδιορίσει την επιδιωκόμενη στρατηγική, το κατά πόσο η επιχείρηση ικανοποιεί τις απαραίτητες προϋποθέσεις για την υλοποίησή της καθώς και τους κινδύνους που ενέχει η στρατηγική αυτή. Επίσης, θα εκτιμήσει το βαθμό διατήρησης του ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος και συνέχισης της εν λόγω στρατηγικής.

Τέλος, η ανάλυση της εταιρικής-επιχειρησιακής στρατηγικής (corporate strategy) ορίζει το πεδίο δράσης της επιχείρησης σε όρους κλάδων και στους οποίους η επιχείρηση ανταγωνίζεται. Η επιχείρηση προσπαθεί να δημιουργεί αξία αναπτύσσοντας πολλές δραστηριότητες ταυτόχρονα. Αυτό επιτυγχάνεται κυρίως με τον περιορισμό του κόστους (cost savings) ή την αύξηση των εσόδων μέσω της εκμετάλλευσης ειδικών πόρων, οι οποίοι προέρχονται από τις συνέργειες που αναπτύσσονται μεταξύ των δραστηριοτήτων της επιχείρησης. Οι πόροι αυτοί πρέπει να είναι αδιαίρετοι εντός της επιχείρησης, μη εμπορεύσιμοι και μη αντιγράψιμοι από τον ανταγωνισμό.

Γίνεται αντιληπτό ότι τα στοιχεία που προκύπτουν από τη στρατηγική ανάλυση αποτελούν σημαντικό βοήθημα για την περαιτέρω οικονομική ανάλυση που είναι απαραίτητη για την αποτίμηση. Έτσι, ο αναλυτής μπορεί να ελέγξει κατά πόσο οι λογιστικές πολιτικές της επιχείρησης και οι εκτιμήσεις είναι σύμφωνες με τις στρατηγικές της.

Επιπλέον, η στρατηγική ανάλυση και ιδιαίτερα της επιχειρηματικής-ανταγωνιστικής στρατηγικής διαδραματίζει εξέχοντα ρόλο για την αποτίμηση της επιχείρησης, αφενός διότι επιτρέπει στον αναλυτή να εκτιμήσει αν και για ποιο χρονικό διάστημα οι αποκλίσεις στην απόδοση μεταξύ της επιχείρησης και κλάδου ενδέχεται να παραταθούν και αφετέρου διότι διευκολύνει την πρόβλεψη των απαιτούμενων επενδύσεων προκειμένου η εταιρεία να διατηρήσει το ανταγωνιστικό της πλεονέκτημα.

2.3 ΠΕΔΙΑ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ

Η αποτίμηση των επιχειρήσεων έχει ένα ευρύ φάσμα εφαρμογών, όπου παίζει διαφορετικό ρόλο ανάλογα με τον ενδιαφερόμενο και το σκοπό διεξαγωγής της. Σε γενικές γραμμές, οι βασικές αιτίες ενδιαφέροντος για την αποτίμηση των εταιρειών είναι: οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις, η διαχείριση χαρτοφυλακίου και το corporate finance (A.Damodaran, 2002). Πιο συγκεκριμένα:

2.3.1 Εξαγορές και συγχωνεύσεις

Η αποτίμηση πρέπει να παίζει έναν βασικό ρόλο στην ανάλυση εξαγορών και συγχωνεύσεων. Η εταιρεία που υποβάλλει προσφορά πρέπει να εκτιμήσει ποια είναι η δίκαιη αξία (fair value) για την εταιρεία-στόχο και η εταιρεία-στόχος πρέπει να αποτιμήσει τον εαυτό της πριν δεχθεί ή απορρίψει μία προσφορά.

Λέγοντας δίκαιη αξία εννοούμε εκείνη την αξία στην οποία ο πωλητής και ο Αγοραστής θα συμφωνήσουν ελεύθερα και αβίαστα, έχοντας όλη την προαπαιτούμενη

πληροφόρηση, έχοντας τη δυνατότητα των εναλλακτικών επιλογών και συνυπολογίζοντας το συγκριτικό κόστος της επιλογής τους.

Όμως υπάρχουν και επιπλέον παράμετροι προς σε περίπτωση εξαγοράς ή συγχώνευσης. Πρώτον, οι συνέπειες των όποιων συνεργειών επί της συνολικής αξίας των δύο μερών χρειάζεται να συνεκτιμηθούν πριν την αποδοχή ή την απόρριψη της όποιας προσφοράς. Επιπροσθέτως, πρέπει να συνεκτιμηθούν οι συνέπειες επί της συνολικής αξίας των δύο μερών της όποιας αλλαγής διοίκησης και αναδιοργάνωσης.

Εδώ θα πρέπει να σημειώσουμε ένα πρόβλημα που παρουσιάζεται σε περιπτώσεις εξαγορών και συγχωνεύσεων. Οι εταιρείες-στόχοι πολύ συχνά υπερεκτιμούν την αξία της επιχείρησης, ειδικά εάν η προσπάθεια εξαγοράς είναι επιθετική, δοκιμάζοντας να πείσουν τους μετόχους τους ότι η αξία της προσφοράς είναι χαμηλή. Παρομοίως, εάν η υποβάλλουσα προσφορά εταιρεία έχει αποφασίσει εκ των προτέρων να προχωρήσει σε εξαγορά, είναι δυνατόν να ασκεί πίεση στους αποτιμητές να εισηγηθούν μία αξία της επιχείρησης τέτοια ώστε να αιτιολογείται εκ των υστέρων η πρότερη στρατηγική απόφαση της εξαγοράς

2.3.2 Διαχείριση χαρτοφυλακίου

Ο ρόλος τον οποίο παίζει η αποτίμηση στη διαχείριση χαρτοφυλακίου καθορίζεται εν πολλοίς από τη στάση των επενδυτών. Ελάχιστο ρόλο παίζει η αποτίμηση για έναν επενδυτή με παθητική στάση, ενώ παίζει πολύ μεγαλύτερο ρόλο για έναν επενδυτή με έντονα ενεργητική συμπεριφορά. Ακόμη και για επενδυτές με έντονα ενεργητική συμπεριφορά, η διαδικασία αποτίμησης είναι λιγότερο σημαντική όταν ομιλούμε για εκείνους τους επενδυτές οι οποίοι κυρίως στοιχηματίζουν πάνω στην γενικότερη πορεία των αγορών αξιογράφων. Για αυτούς τους επενδυτές μεγαλύτερη σημασία έχει η αποτίμηση-αξιολόγηση εν γένει της αγοράς, παρά η αποτίμηση ενός μόνου περιουσιακού στοιχείου ή μίας μόνο επιχειρηματικής οντότητας. Εάν εξετάσουμε την περίπτωση της επιλεκτικής επένδυσης σε τίτλους, η αποτίμηση είναι ουσιαστικά απαραίτητη στην ανάλυση των θεμελιωδών μεγεθών μίας επιχειρηματικής οντότητας.

Η ανάλυση των θεμελιωδών μεγεθών μίας εταιρείας γίνεται με το σκεπτικό ότι υπάρχει συσχέτιση μεταξύ της πραγματικής αξίας της εταιρείας και των θεμελιωδών χρηματοοικονομικών χαρακτηριστικών της εταιρείας, όπως είναι οι προοπτικές ανάπτυξης, ο επιχειρηματικός και πιστωτικός κίνδυνος, οι ταμειακές ροές.

Τέτοια μεγέθη ονομάζονται θεμελιώδη διότι αποτελούν σημεία αναφοράς για αναλυτές και επενδυτές σε διαχρονικό και συγχρονικό επίπεδο, παγκοσμίως και σε διαφορετικές χρονικές περιόδους. Τα εξάγουμε από λογιστικές καταστάσεις όπως είναι ο

ισολογισμός και η κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεως ή περιόδου. Αυτές οι καταστάσεις υπόκεινται σε λογιστικές αρχές και λογιστικά πρότυπα τα οποία τυγχάνουν ευρείας αποδοχής από την επιστημονική και επενδυτική κοινότητα σε όλη την υφήλιο. Χάριν της αποδοχής αυτής, τα θεμελιώδη αυτά μεγέθη αποκτούν εγκυρότητα και έτσι συνιστούν στοιχεία και μέτρα μίας παγκόσμιας χρηματοοικονομικής γλώσσας.

Οποιαδήποτε απόκλιση από την πραγματική αξία της εταιρείας είναι σημάδι ότι η μετοχή της εταιρείας είναι είτε υποτιμημένη, είτε υπερτιμημένη. Η υπό περιγραφή στρατηγική είναι μακροπρόθεσμη και διέκεται από συγκεκριμένες βασικές αρχές:

- α) η συσχέτιση μεταξύ αξίας και χρηματοοικονομικών μεγεθών είναι μετρήσιμη,
- β) η συσχέτιση αυτή είναι σταθερή διαχρονικώς,
- γ) οι αποκλίσεις από την ορθή αυτή συσχέτιση διορθώνονται (κυρίως από τους μηχανισμούς της αγοράς) εν ευθέτω χρόνω.

2.3.3 Corporate Finance

Στην περίπτωση αυτή, η αποτίμηση παίζει σημαντικό ρόλο στην αναγνώριση των σημαντικότερων παραγόντων αύξησης της αξίας της επιχείρησης. Με γνώμονα το γεγονός ότι ο αντικειμενικός σκοπός των οικονομικών στελεχών είναι η μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης, γίνεται κατανοητό ότι όλες οι οικονομικές και στρατηγικές αποφάσεις είναι άμεσα συνδεδεμένες με την αξία της επιχειρηματικής μονάδας. Για παράδειγμα, η αποτίμηση της επιχείρησης, στην περίπτωση του στρατηγικού σχεδιασμού, προηγείται της απόφασης για τη συνέχιση μιας δραστηριότητας, την πώληση, την ανάπτυξη, τη συγχώνευση ή την εξαγορά άλλης εταιρείας.

Επίσης, η αποτίμηση διαφορετικών επιχειρηματικών μονάδων (business units) είναι θεμελιώδους σημασίας για τη λήψη αποφάσεων που σχετίζονται με το ποια προϊόντα, ποιες γραμμές παραγωγής, χώρες, ακόμα και πελάτες θα πρέπει να διατηρηθούν, να αναπτυχθούν ή να εγκαταλειφθούν. Σύμφωνα με τον A. Damodaran, η κατανόηση της σχέσης αυτής είναι το κλειδί για τη λήψη οικονομικών αποφάσεων ή αποφάσεων αναδιοργάνωσης που επιδρούν θετικά στην αξία της επιχείρησης (value-increasing decisions)

2.4 ΠΙΘΑΝΑ ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ

Ένα από τα πιο σοβαρά θέματα που αντιμετωπίζει μία επιχείρηση, κατά την κατάρτιση των οικονομικών καταστάσεων, είναι και το θέμα της αποτιμώσεως (μετρήσεως) των στοιχείων ενεργητικού και παθητικού.

Τα προβλήματα που αντιμετωπίζουν όσοι προσπαθούν να αποτιμήσουν μια εταιρία ανεξαρτήτου μεγέθους, έχουν να κάνουν με την μέθοδο που επιλέγουν για την αποτίμηση. Η πιο σωστή αποτίμηση γίνεται έχοντας χρησιμοποιήσει πολλαπλές μεθόδους και καταλήγοντας στην πιο κατάλληλη τιμή με βάση τα χαρακτηριστικά της εταιρίας και του κλάδου της αγοράς στην οποία δραστηριοποιείται. Λαμβάνοντας όλες τις μεθόδους υπόψη, τα πιο βασικά προβλήματα έχουν να κάνουν με την επιλογή του κατάλληλου προεξοφλητικού επιτοκίου (discount rate) αλλά και των κατάλληλων εταιριών για λόγους σύγκρισης.

Το προεξοφλητικό επιτόκιο (discount rate) που θα επιλεγεί στην αποτίμηση πρέπει να αντικατοπτρίζει το ρίσκο που συμπεριλαμβάνεται στο επιχειρηματικό εγχείρημα. Είναι σύνηθες να ξεκινάμε από το επιτόκιο δανεισμού της κεντρικής τράπεζας το οποίο θεωρείται η βάση και να προσθέτουμε ποσοστά που να σχετίζονται με την συγκεκριμένο κλάδο και τα χαρακτηριστικά του. Η τελική επιλογή του προεξοφλητικού επιτοκίου είναι υποκειμενική και εξαρτάται και από τον λόγο για τον οποίο γίνεται η αποτίμηση, πχ από τα χαρακτηριστικά του υποψήφιου αγοραστή. Οι εταιρείες του επιλεγμένου δείγματος για σύγκριση, πρέπει να δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο και στην ίδια γεωγραφική περιοχή. Καλό είναι να έχουν παραπλήσια μεγέθη και συγκρίσιμο επιχειρηματικό μοντέλο. Παρόλα αυτά, σε περιπτώσεις που δεν πληρούνται αυτές οι προϋποθέσεις είτε επειδή δεν υπάρχουν τέτοιες εταιρείες είτε επειδή δεν μπορούμε να συλλέξουμε τα απαραίτητα στοιχεία για μη εισηγμένες, οι σχετικές μέθοδοι εξακολουθούν να έχουν χρησιμότητα. Στις περιπτώσεις αυτές απλά απαιτείται μεγαλύτερη ανάλυση των εξωγενών παραγόντων και πιθανότατα προτιμάται να δοθεί μεγαλύτερη βαρύτητα στις εναλλακτικές μεθόδους.

Τα παραπάνω δύο προβλήματα τα οποία όπως είπαμε είναι κοινά σε όλες τις αποτιμήσεις, γίνονται ακόμα πιο έντονα στις περιπτώσεις μικρομεσαίων επιχειρήσεων. Οι ίδιες οι εταιρείες συχνά δυσκολεύονται να βρουν στοιχεία για τους παρεμφερείς ανταγωνιστές τους ή οι μεγάλες επιχειρήσεις τις οποίες όλο και συχνότερα ανταγωνίζονται, δεν είναι εύκολα συγκρίσιμες. Όταν μάλιστα ένας τρίτος προσπαθεί να αποτιμήσει μια μικρομεσαία επιχείρηση, τα οικονομικά στοιχεία της εκτός του ότι είναι δύσκολο να βρεθούν, πρέπει και να αξιολογηθούν ως προς την ποιότητά τους, λόγω πιθανής έλλειψης εσωτερικών ελέγχων και εξειδικευμένων οικονομικών στελεχών.

Υπάρχουν όμως και περαιτέρω προβλήματα όταν προσπαθούμε να αποτιμήσουμε μικρομεσαίες επιχειρήσεις όπως η υπερβολική έκθεση σε λίγους πελάτες / προμηθευτές που αυτόματα αυξάνει το ρίσκο της εταιρίας και πρέπει να αξιολογηθεί αναλόγως.

2.5 ΜΥΘΟΙ ΚΑΙ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ

Η αποτίμηση δεν είναι ούτε επιστήμη όπως θα την ήθελαν να είναι μερικοί υποστηρικτές της, ούτε αποτελεί αντικειμενική διερεύνηση της αληθινής αξίας όπως θα την ήθελαν να γίνει μερικοί ιδεολόγοι. Τα μοντέλα που χρησιμοποιούνται στην αποτίμηση μπορεί να είναι ποσοτικά, αλλά τα προς χρήση δεδομένα και παραδοχές των μοντέλων αφήνουν πολύ χώρο για υποκειμενικές κρίσεις. Αυτές οι υποκειμενικές κρίσεις επηρεάζουν σημαντικά την τελική αξία που αποκομίζουμε από αυτά τα μοντέλα.

Προφανής λύση σε αυτό το πρόβλημα θα ήταν να απαλείψουμε το όποιο υποκειμενικό στοιχείο πριν αρχίσουμε τη διαδικασία της αποτίμησης. Αυτό όμως είναι εξόχως δύσκολο. Από τη στιγμή που εκτιθέμεθα σε πληθώρα διαφορετικών αναλύσεων, πληροφοριών και απόψεων από διαφορετικές πηγές, καθίσταται δυσχερής η όποια προσπάθεια εξάλειψης της υποκειμενισμού από την αποτιμητική διαδικασία.

Δύο τρόποι τουλάχιστον υπάρχουν οι οποίοι μειώνουν αυτόν τον υποκειμενισμό. Ο πρώτος είναι να αποφεύγουμε να πάρουμε δημοσίως θέση για την αξία μίας εταιρείας προτού να ολοκληρωθεί η διαδικασία αποτιμώσεως. Πιθανό σε πολλές περιπτώσεις η κρίση για το αν η εταιρεία είναι υπερτιμημένη ή υποτιμημένη να έχει προηγηθεί της αποτελέσματος της ίδιας της αποτίμησης, οδηγώντας σε προκατειλημμένες αναλύσεις. Ο δεύτερος τρόπος εξαλείψεως του υποκειμενικού στοιχείου από την αποτίμηση, πριν αρχίσουμε την αποτίμηση, είναι να εξαλείψουμε το ίδιο όφελος που τυχόν έχουμε από μία υπερτίμηση ή από μία υποτίμηση της αποτιμώμενης επιχείρησης.

Το ίδιο όφελος μπορεί να ενυπάρχει και σε πολλούς θεσμικούς επενδυτές στις αγορές κεφαλαίων. Με αυτήν την έννοια, είναι δυνατόν πολλοί αναλυτές να προβαίνουν σε συστάσεις αγοράς (buy) μετοχών εφόσον δέχονται πιέσεις προς τούτο από διαχειριστές χαρτοφυλακίων οι οποίοι έχουν μεγάλες ανοικτές θέσεις σε αυτές τις μετοχές.

Εάν χρησιμοποιούμε αποτιμήσεις που έχουν διενεργηθεί από τρίτα μέρη, φρόνιμο είναι να λαμβάνουμε υπ' όψη το ίδιο όφελος που τυχόν έχει ο όποιος αναλυτής, πριν πάρουμε αποφάσεις λαμβάνοντας υπ' όψη την αποτίμηση. Για παράδειγμα, μία αποτίμηση που διενεργείται από μία εταιρεία στόχο εξαγοράς, προ της εξαγοράς, πιθανότατα διαποτίζεται από τάση υπερτίμησης της αποτιμώμενης. Αυτό δεν καθιστά αχρείαστη αυτήν την αποτίμηση, οπωσδήποτε όμως καλεί σε σκεπτικισμό πριν την - έστω μερική- αποδοχή των όποιων συμπερασμάτων.

Υποστηρίζεται ότι, αν και ο υπολογισμός των μελλοντικών ταμειακών ροών είναι το ζητούμενο, οι μελλοντικές ταμειακές ροές διακρίνονται από τόσο μεγάλη αβεβαιότητα

ώστε η πρόβλεψη αυτών των ροών δεν έχει μεγάλη χρησιμότητα. Ενίοτε ανακύπτει η άποψη ότι η οποιαδήποτε επιχείρηση απαντά τόσους πολλούς αστάθμητους παράγοντες ώστε η πρόβλεψη των εσόδων να καθίσταται πολύ δύσκολη. Ακόμη περισσότερο δύσκολη καθίσταται η πρόβλεψη των ταμειακών ροών.

Οπωσδήποτε οι προβλέψεις για τις ταμειακές ροές ενέχουν το στοιχείο της αβεβαιότητας. Το στοιχείο όμως αυτό, αντί να απαξιώνει την αποτίμηση της προσδίδει μέγιστη σημασία. Ειδικότερα, είναι σημαντικό υπό το πρίσμα αυτό να γνωρίζουμε το μέγεθος και τη φύση της αβεβαιότητας. Είναι επίσης αληθές ότι τεχνικές αποτιμήσεως με ένα μόνο εναλλακτικό σενάριο δεν αξιολογούνται ως χρήσιμες. Γενικότερα όμως, η ανάλυση και η εξομοίωση σεναρίων συνεισφέρουν με πρακτικό τρόπο στην κατανόηση και διαχείριση των κινδύνων που αντιμετωπίζουν οι επιχειρήσεις.

Με μία φράση θα λέγαμε ότι οι επενδυτικές αποφάσεις εξαρτώνται από την ακρίβεια της πρόβλεψης των ταμειακών ροών σε σχέση με το κόστος της επένδυσης. Η αξία που προκύπτει από ένα οποιοδήποτε αποτιμητικό μοντέλο επηρεάζεται από πληροφορίες ειδικώς για την εταιρεία και ειδικώς για την αγορά. Συνεπώς, μεταβαλλόμενης της πληροφόρησης πιθανότατα μεταβάλλεται και η αξία της επιχείρησης. Με δεδομένη τη συνεχή ροή πληροφοριών στις αγορές κεφαλαίων, η αποτίμηση μίας εταιρείας καθίσταται παρωχημένη και χρειάζεται να επικαιροποιείται για να αντικατοπτρίζει την τρέχουσα πληροφόρηση.

Ακόμη και όταν αποτιμούμε προσεκτικώς και λεπτομερώς θα υπάρχει αβεβαιότητα για τα τελικά νούμερα, αφότου αυτά τα νούμερα επηρεάζονται από τις προβλέψεις και τις προσδοκίες για το μέλλον της εταιρείας και της οικονομίας. Δεν είναι ρεαλιστικό να αναμένουμε ή να απαιτούμε βεβαιότητα για μία αποτίμηση από τη στιγμή που οι ταμειακές ροές και τα επιτόκια προεξόφλησης υπολογίζονται με περιθώριο σφάλματος. Αυτό έχει ως επακόλουθο ότι, πριν από την αποτίμηση, οι αναλυτές πρέπει να επιφυλάσσουν για τον εαυτό τους ένα περιθώριο σφάλματος όταν ετοιμάζονται να προβούν σε συστάσεις υπό το φως μίας αποτίμησης.

Η χρησιμότητα των μοντέλων που θα αναφέρουμε στην συνέχεια της εργασίας καθορίζεται από τον χρόνο και τον κόπο τον οποίον καταβάλλουν οι αποτιμητές για να συλλέξουν και για να αξιολογήσουν τα δεδομένα που εισάγονται στα ποσοτικοποιημένα μοντέλα. Εάν τα δεδομένα είναι λάθος, τα αποτελέσματα των μοντέλων αυτών θα είναι εξ ολοκλήρου ή εν μέρει λάθος. Η εγκυρότητα της αποτιμήσεως είναι ευθέως ανάλογη του χρόνου που επενδύθηκε στη συλλογή των δεδομένων και του βαθμού κατανόησης της επιχείρησης η οποία αποτιμάται.

Χρησιμοποιώντας αποτιμητικά μοντέλα, υπάρχει ο κίνδυνος να επικεντρωθεί κανείς αποκλειστικά στο αποτέλεσμα, δηλαδή στην αξία της εταιρείας και κατά πόσο αυτή η αξία είναι υποτιμημένη ή υπερτιμημένη, χάνοντας έτσι την δυνατότητα να αποκτήσει γνώση επί μέρους τομέων, αντικειμένων και θεωρήσεων μέσω της διαδικασίας της αποτιμήςσεως. Η αποτιμητική διαδικασία δύναται να αποσαφηνίσει τους παράγοντες που επηρεάζουν την αξία της επιχείρησης και να απαντήσει σε πολλές βασικές ερωτήσεις όπως: Ποιο είναι το τίμημα της (υψηλής) ανάπτυξης; Πόσο αξίζει η επωνυμία ενός προϊόντος (brand name); Ποια είναι η επίδραση των περιθωρίων κέρδους επί της αξίας της επιχείρησης;

2.6 ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Καζαντζής Χρ. 2008, Αρχές και Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Λογιστικής, Εκδόσεις Business Plus Α.Ε.
2. Αρτίκης Γ. 2002, Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων, 3η Έκδοση, Interbooks.
3. Σακέλλης Ε. 2001, Συγχωνεύσεις – Διασπάσεις – Εξαγορές – Μετατροπές Εταιρειών & Εκτίμηση Αξίας Επιχειρήσεως, Εκδ. Ε.Σακέλλη (Γ' Έκδοση).
4. Πάνος Λ. 2010, Εναλλακτικές μέθοδοι αποτίμησης εταιριών , Μέρος Α' και Β', Δημοσίευση (<http://www.bizhelp365.gr>)
5. Πράσινος Σπ. 2008, Βάσει της μεθόδου Προεξόφλησης Ταμειακών, Διπλ. Εργασία, Πανεπιστήμιο Πειραιά.
6. Κόλλια Χρ., Αποτίμηση Επιχειρήσεων, Διπλ. Εργασία, Πανεπιστήμιο Πειραιά.

3. ΠΛΑΙΣΙΑ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

3.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η διαπίστωση των χαρακτηριστικών της επιχείρησης από άποψη κινδύνου και απόδοσης, που αποτελεί τον τελικό στόχο της ανάλυσης, προϋποθέτει τη γνώση των μεταβλητών που εκφράζουν τις πιο κάτω δομές και τάσεις της επιχείρησης:

- Ρευστότητα
- Αποδοτικότητα
- Κεφαλαιακή διάρθρωση
- Δραστηριότητα(= ταχύτητα ανακύκλωσης του ενεργητικού)
- Ανάπτυξη

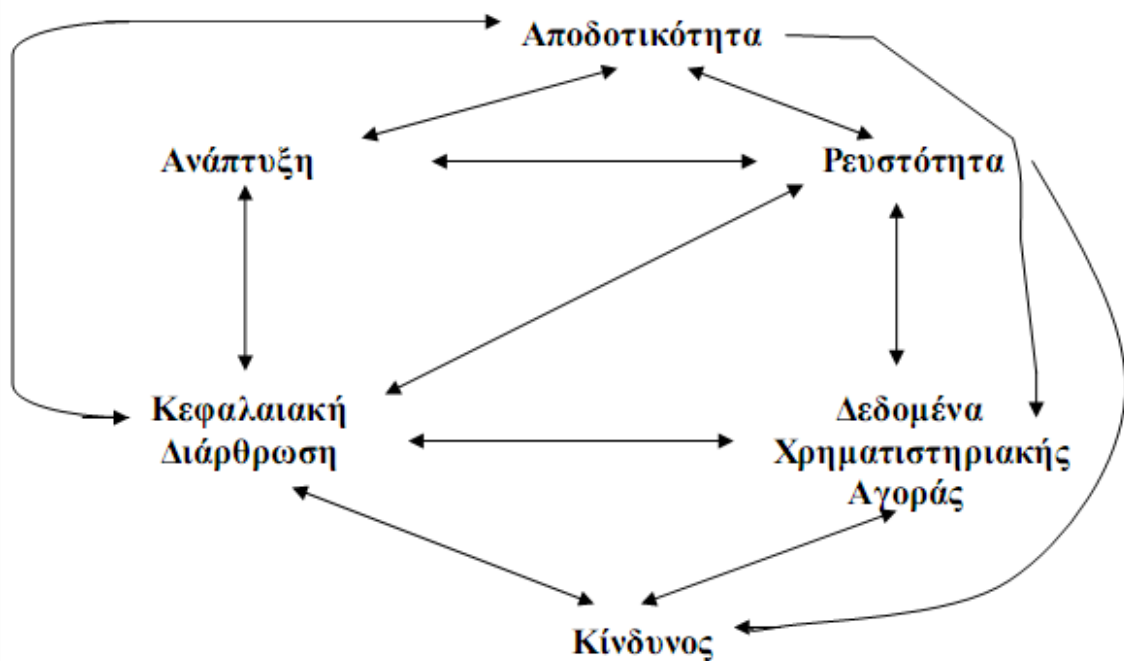
Οι μεταβλητές αυτές συνδέονται μεταξύ τους, καθώς και με τα δεδομένα της μετοχής της επιχείρησης και της χρηματιστηριακής αγοράς στην οποία είναι εισηγμένη, τελικά δε με το επίπεδο κινδύνου της. Δημιουργείται, έτσι, ένα πολυσύνθετο πλέγμα σχέσεων και αλληλεπιδράσεων, το οποίο χρειάζεται προσεκτική ανάλυση και ερμηνεία.

Ενδεικτικά αναφέρονται τα εξής:

- Η ρευστότητα συνδέεται με την ανάπτυξη της επιχείρησης, διότι προσδιορίζει τις δυνατότητες πραγματοποίησης νέων επενδύσεων. Επίσης, μέσω των επενδύσεων και της διαμόρφωσης του κεφαλαίου κίνησης, η ρευστότητα έχει συμβολή στη διαμόρφωση της αποδοτικότητας της επιχείρησης.
- Η αποδοτικότητα της επιχείρησης επηρεάζει την τιμή της μετοχής της στη χρηματιστηριακή αγορά. Ακόμη, προσδιορίζει το ύψος των παρακρατημένων κερδών και μέσω αυτών επιδρά στη ρευστότητα, την κεφαλαιακή διάρθρωση και την ανάπτυξη της επιχείρησης.
- Οι ρυθμοί ανάπτυξης διαφοροποιούν τα επίπεδα εσόδων, εξόδων και ρευστότητας και μέσω αυτών επηρεάζουν την αποδοτικότητα και κεφαλαιακή δομή της επιχείρησης.
- Η κεφαλαιακή δομή έχει αμφίπλευρη σχέση με τη ρευστότητα, την αποδοτικότητα και την ανάπτυξη, ενώ επηρεάζει το επίπεδο κινδύνου.
- Η τιμή της μετοχής στη χρηματιστηριακή αγορά είναι συνάρτηση πλήθους παραγόντων, μεταξύ των οποίων σημαντικοί είναι η αποδοτικότητα, η ρευστότητα, η κεφαλαιακή διάρθρωση και η ανάπτυξη της επιχείρησης.

- Ο κίνδυνος επηρεάζεται από αρκετούς παράγοντες, όπως π.χ. διακυμάνσεις της τιμής της μετοχής (π.χ. συστηματικός κίνδυνος), τη μεταβλητικότητα των κερδών ή λογιστική προσέγγιση του κινδύνου.

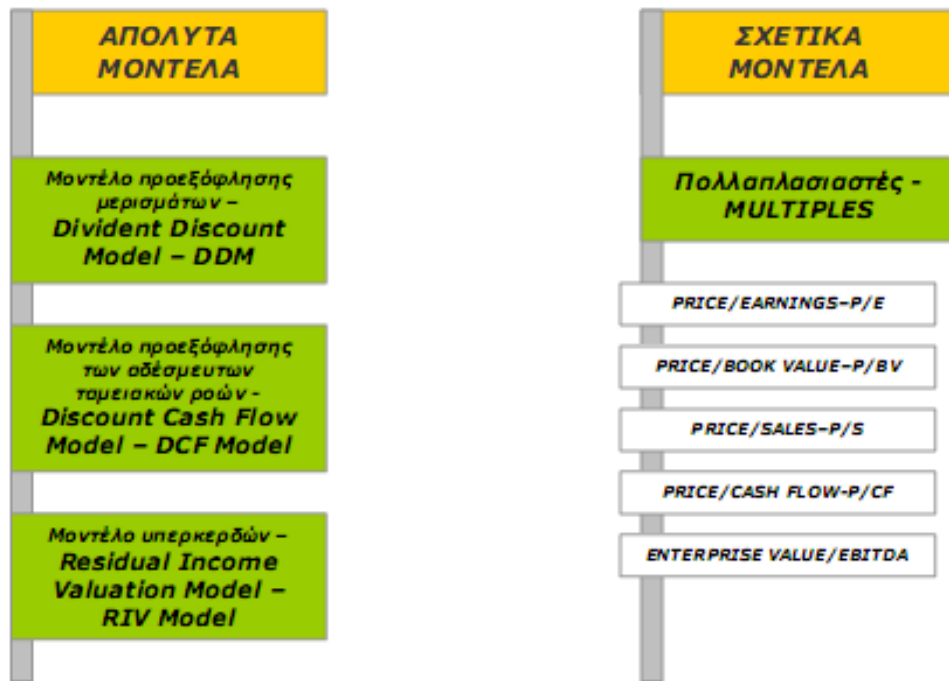
Το πιο κάτω διάγραμμα παρουσιάζει, ενδεικτικά, τις πιο πάνω αλληλεξαρτήσεις :



Εικόνα 3.1: Αλληλεξαρτήσεις Μεταβλητών Ανάλυσης

3.2 ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΜΟΝΤΕΛΩΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Στην σύγχρονη βιβλιογραφία παρατηρούνται δυο γενικές προσεγγίσεις για την αξιολόγηση και την αποτίμηση εταιριών. Υπάρχει μια μερίδα αναλυτών-ερευνητών η οποία στηρίζει την ανάλυση της στην αποκαλούμενη «από πάνω προς τα κάτω ανάλυση» ή top-down approach όπως συνηθίζεται να ονομάζεται στην διεθνή βιβλιογραφία. Κατά την προσέγγιση αυτή οι αναλυτές ξεκινούν αναλύοντας το διεθνές και το εθνικό μακροοικονομικό περιβάλλον στο οποίο δραστηριοποιείται η κάθε επιχείρηση. Στην συνέχεια ερευνούν τις γενικές οικονομικές συνθήκες που επικρατούν στον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείται η συγκεκριμένη κάθε φορά επιχείρηση και στην τελική φάση προβαίνουν σε αναλύσεις και προβλέψεις για την συγκεκριμένη εταιρία. Αντιθέτως η άλλη προσέγγιση αξιολόγησης η οποία ονομάζεται «από κάτω προς τα πάνω» ή bottom-up approach ξεκινά με την ανάλυση των εταιρικών δεδομένων σε ατομικό επίπεδο. Έτσι συγκεντρώνονται οι οικονομικές προβλέψεις για τις διάφορες εταιρίες με την συνεργασία μεταξύ των αναλυτών και μέσω αυτών των αναλύσεων εκτιμάται η συνολική εικόνα (aggregate analysis) του κάθε κλάδου και κατ' επέκταση των εθνικών οικονομιών συνολικά.



Εικόνα 3.2: Απόλυτα και Σχετικά μοντέλα αποτίμησης

Πέραν αυτής της γενικής κατηγοριοποίησης των μοντέλων ανάλυσης εταιριών και αποτίμησης των μετοχών τους, στα πλαίσια της διεθνούς βιβλιογραφίας υπάρχει μια πιο ουσιαστική και σαφής κατηγοριοποίηση. Τα πιο συχνά χρησιμοποιούμενα μοντέλα αποτίμησης διαχωρίζονται σε δυο κατηγορίες, τα μοντέλα απόλυτης αποτίμησης (absolute valuation models) και τα μοντέλα σχετικής αποτίμησης (relative valuation models). Τα μοντέλα απόλυτης αποτίμησης χρησιμοποιούνται για να αποτιμηθεί η εσωτερική αξία μιας μετοχής (intrinsic value) και μέσω αυτών αποκτάται μια εκτίμηση για την αξία μιας μετοχής η οποία είναι πολύτιμη για την σύγκριση με την αγοραία τιμή. Επίσης, η βασική ιδέα πάνω στην οποία στηρίζονται τα μοντέλα αυτά είναι η πεποίθηση που έχουν αρκετοί αναλυτές ότι η αξία ενός περιουσιακού στοιχείου πρέπει να σχετίζεται και να λαμβάνει υπόψιν τα μελλοντικά οφέλη που αναμένεται να αποκομίσει ένας εν δυνάμει επενδυτής από την κατοχή του συγκεκριμένου περιουσιακού στοιχείου. Αντιθέτως τα μοντέλα σχετικής αποτίμησης δεν κάνουν άμεση αποτίμηση ενός περιουσιακού στοιχείου αλλά καταλήγουν στην εύρεση της αξίας του σε σύγκριση πάντα με την αξία ενός άλλου περιουσιακού στοιχείου. Τέλος, όπως είναι φυσιολογικό η βασική αντίληψη πάνω στην οποία στηρίζεται το οικοδόμημα αυτών των μοντέλων είναι το γεγονός ότι παρόμοια περιουσιακά στοιχεία θα πρέπει να πωλούνται σε παρόμοιες τιμές.

Στην κατηγορία των μοντέλων απόλυτης αποτίμησης το πιο ευρέως χρησιμοποιούμενο και διαδιδόμενο μοντέλο είναι αυτό που βασίζεται στην γενική ιδέα της προεξόφλησης των μερισμάτων που αναμένεται να εισπράξει ένας επενδυτής στο μέλλον εξαιτίας της

κατοχής της συγκεκριμένης κάθε φορά μετοχής. Επίσης τα μοντέλα που στηρίζονται στην προεξόφληση της ελεύθερης ταμειακής ροής και τέλος τα μοντέλα που στηρίζονται στην προεξόφληση των λογιστικών κερδών που απομένουν ύστερα από την τακτοποίηση του ευκαιριακού κόστους που απαιτείται για την πραγματοποίηση αυτών των κερδών ανήκουν σε αυτήν την κατηγορία. Στην κατηγορία των μοντέλων σχετικής αποτίμησης ανήκουν τα μοντέλα που στηρίζονται στην αγοραία τιμή των περιουσιακών στοιχείων. Όμως αυτές οι προαναφερόμενες κατηγορίες μοντέλων δεν είναι εξαντλητικές. Μέσα σε κάθε μια από αυτές είναι δυνατόν να υπάρξουν και άλλες υποκατηγορίες και παραλλαγές ανάλογα πάντα με την συγκεκριμένη περίπτωση και με την κρίση του αναλυτή. Για το λόγο αυτό οι αναλυτές θα πρέπει να είναι προσεκτικοί στην επιλογή του κατάλληλου μοντέλου το οποίο θα πρέπει να συνάδει με τα γενικά χαρακτηριστικά της υπό εξέταση επιχείρησης, με τον σκοπό της αποτίμησης και να είναι δυνατόν να εφαρμοστεί γιατί είναι πιθανόν να υπάρχει πρόβλημα με την διαθεσιμότητα και την ποιότητα των απαιτούμενων για την ανάλυση δεδομένων. Στα επόμενα κεφάλαια θα παρουσιαστούν σε αναλυτική μορφή τα σημαντικότερα μοντέλα που χρησιμοποιούνται από τους αναλυτές για την αποτίμηση επιχειρήσεων.

3.3 ΚΑΤΗΓΟΡΙΟΠΟΙΗΣΗ ΜΕΘΟΔΩΝ

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 πέντε έως δέκα διαφορετικές μεθόδους αποτίμησης.

Με βάση την υπάρχουσα βιβλιογραφία, δεν υπάρχει μια ενιαία κατηγοριοποίηση των μεθόδων αποτίμησης που να είναι ευρέως αποδεκτή από πανεπιστημιακούς και αναλυτές.



Εικόνα 3.3: Κατηγοριοποίηση μοντέλων αποτίμησης

Μια κατηγοριοποίηση των μοντέλων αποτίμησης με βάση τις βασικές αρχές τους είναι η εξής:

- a. Με βάση τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρίας
- b. Με βάση τα αποτελέσματα της εταιρίας
- c. Με βάση την αγορά

3.3.1 Με βάση τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρίας (Asset approach)

Μέθοδοι που στηρίζονται σε λογιστικά δεδομένα (δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις). Πρόκειται για παραδοσιακές μεθόδους αποτίμησης εταιρειών, βάσει των οποίων ο προσδιορισμός της αξίας μιας επιχείρησης στηρίζεται στην αξία των πάγιων περιουσιακών στοιχείων που διαθέτει. Η πιο δημοφιλής μέθοδος της κατηγορίας αυτής είναι η μέθοδος της λογιστικής αξίας (Book Value).

Ο πιο απλός και αντικειμενικός τρόπος αποτίμησης μιας εταιρίας είναι να υπολογίσουμε την αξία μιας εταιρίας με βάση τα περιουσιακά της στοιχεία. Πρακτικά, σε ιδανικές συνθήκες αυτό προϋποθέτει να έχουμε τον ισολογισμό της εν λόγω εταιρίας και να υπολογίσουμε την διάφορα Ενεργητικό – Παθητικό. Ουσιαστικά σε αυτόν τον υπολογισμό προσθέτουμε όλα τα κινητά και ακίνητα στοιχεία της εταιρίας και αφαιρούμε τις υποχρεώσεις της.

Τα κύρια προτερήματα αυτής της μεθόδου είναι η απλότητα της και το ότι πρόκειται για μαθηματική πράξη και κατά συνέπεια δεν απαιτεί την χρήση υποκειμενικών κριτηρίων. Η μόνη δυσκολία έγκειται στην κατάλληλη αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων και ιδίως των ακινήτων καθώς η λογιστική απεικόνιση δεν είναι πάντα η πλέον κατάλληλη. Η «ιστορική» αξία (δηλαδή η τιμή αγοράς μείων όποιων αποσβέσεων) που

χρησιμοποιείται από κάποιες εταιρίες συχνά δεν δίνει την πραγματική αξία. Η καταλληλότερη τιμή είναι το κόστος αντικατάστασης (Replacement Cost), δηλαδή πόσο θα κόστιζε σήμερα να αποκτηθούν τα συγκεκριμένα ακίνητα ή το ποσό που μπορεί να εισπραχθεί αν πωληθούν άμεσα. Αυτές οι δύο τιμές είναι ίσες στις περισσότερες περιπτώσεις αλλά μπορεί να διαφέρουν πχ για εταιρίες που αντιμετωπίζουν προβλήματα βιωσιμότητας.

Η μέθοδος αυτή είναι χρήσιμη για εταιρίες που δραστηριοποιούνται σε τομείς που απαιτούν υψηλά πάγια και αποθέματα, καθώς και κατοχή ακινήτων περιουσιακών στοιχείων. Αντιθέτως, σε περιπτώσεις εταιριών με άυλα περιουσιακά στοιχεία, αυτή η μέθοδος υποτιμάει την πραγματική αξία της επιχείρησης. Για τον λόγο αυτό η αξία που υπολογίζεται με αυτή τη μέθοδο θεωρείται κατά μια έννοια ως η «ελάχιστη» τιμή και χρησιμοποιείτε κυρίως σε περιπτώσεις εταιριών που αντιμετωπίζουν οικονομικές δυσκολίες. Παρόλα αυτά, ο υπολογισμός αυτός είναι χρήσιμος καθότι μπορεί να θεωρηθεί ως η βάση με την οποία μπορούν να συγκριθούν όλες οι λοιπές αποτιμήσεις.

3.3.2 Με βάση τα αποτελέσματα της εταιρίας (Income Approach)

Οι μέθοδοι που εμπίπτουν σε αυτή την κατηγορία ουσιαστικά προσπαθούν να αποτιμήσουν την εταιρία αθροίζοντας την σημερινή αξία των μελλοντικών της εσόδων/κερδών.

3.3.3 Με βάση την αγορά (Market approach)

Όλο και πιο συχνά, οι αποτιμήσεις με βάση την αγορά θεωρούνται οι πιο αξιόπιστες, καθώς είναι αυτές που πλησιάζουν περισσότερο στην αρχή ότι «η αξία μιας εταιρείας ισούται με την υψηλότερη τιμή στην οποία είναι διατεθειμένος κάποιος τρίτος να την αγοράσει».

Οι πιο ευρέως διαδεδομένες μέθοδοι που βασίζονται στην αγορά είναι οι εξής:

➤ Χρηματιστηριακή τιμή

Στην περίπτωση εισηγμένων εταιριών, η πιο ξεκάθαρη αποτίμηση με βάση την αγορά γίνεται μέσω της χρηματιστηριακής τιμής.

Πολλαπλασιάζοντας την τρέχουσα τιμή με τον αριθμό μετοχών υπολογίζεται η συνολική αξία της εταιρίας. Όμως αυτή η μέθοδος δεν έχει χρησιμότητα για μη εισηγμένες καθώς και για εταιρίες των οποίων διακινείται μόνο ένα μικρό ποσοστό των μετοχών στο χρηματιστήριο.

➤ Πολλαπλάσια εταιριών (Multiples)

Ίσως η πιο συνηθισμένη μέθοδος αποτίμησης είναι μέσω της χρήσης πολλαπλασίων. Τα πιο συνήθη πολλαπλάσια για την χρήση αυτή είναι τα εξής:

- P/E (τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή μετοχής / κέρδη ανά μετοχή)
- EV/EBITDA (αξία επιχείρησης / κέρδη προ τόκων, φόρων, αποσβέσεων)
- EV/Sales (αξία επιχείρησης / πωλήσεις)

Πίνακας 2: Πολλαπλασιαστές Κερδών

| Πολλαπλασιαστής | Συνθετικά πολλαπλασιαστή | Υπολογίζει |
|--------------------|---|----------------------|
| P / E | Χρηματιστηριακή αξία προς καθαρά κέρδη | Αξία ιδίων κεφαλαίων |
| EV / EBIT | Αξία εταιρείας προς κέρδη προ φόρων & τόκων | Αξία εταιρείας |
| EV / EBITDA | Αξία εταιρείας προς κέρδη προ φόρων, τόκων & αποσβέσεων | Αξία εταιρείας |
| P / FCF | Χρηματιστηριακή αξία προς καθαρές ταμειακές ροές | Αξία ιδίων κεφαλαίων |
| P / Dividend yield | Χρηματιστηριακή αξία προς μερισματική απόδοση | Αξία ιδίων κεφαλαίων |

Πίνακας 3: Πολλαπλασιαστές Λογιστικής Αξίας

| Πολλαπλασιαστής | Συνθετικά πολλαπλασιαστή | Υπολογίζει |
|-------------------|--|----------------------|
| P / BV of equity | Χρηματιστηριακή αξία προς λογιστική αξία ιδίων κεφαλαίων | Αξία ιδίων κεφαλαίων |
| EV / BV of assets | Αξία εταιρείας προς λογιστική αξία στοιχείων ενεργητικού | Αξία εταιρείας |

Πίνακας 4: Πολλαπλασιαστές Εσόδων

| Πολλαπλασιαστής | Συνθετικά πολλαπλασιαστή | Υπολογίζει |
|-----------------|------------------------------------|----------------------|
| P / S | Χρηματιστηριακή αξία προς πωλήσεις | Αξία ιδίων κεφαλαίων |
| EV / S | Αξία εταιρείας προς πωλήσεις | Αξία εταιρείας |

Ουσιαστικά, χρησιμοποιώντας τα αποτελέσματα ενός ικανού δείγματος εταιριών του ίδιου κλάδου, υπολογίζουμε μια μέση τιμή των πολλαπλασίων. Στην συνέχεια πολλαπλασιάζουμε την τιμή αυτή επί των πραγματικών αποτελεσμάτων της εταιρίας και βρίσκουμε την αξία της εταιρίας.

Τα στοιχεία αυτά, είναι συνήθως δύσκολο να βρεθούν για μη εισηγμένες εταιρίες. Για αυτό τον λόγο χρησιμοποιούνται εισηγμένες που έχουν την υποχρέωση να δημοσιοποιούν όλα τα απαραίτητα νούμερα. Επειδή όμως οι μετοχές των εισηγμένων είναι άμεσα ρευστοποιήσιμες μέσω του χρηματιστηρίου ενώ σε μία ιδιωτική επιχείρηση

πρέπει να βρει τους κατάλληλους αγοραστές, αφαιρείται ένα ποσοστό (discount rate) έκπτωσης της τάξεως του 10-20% για να επιτευχθεί μια πιο ρεαλιστική αποτίμηση.

➤ **Συγκρίσιμες αγοροπωλησίες**

Η πλέον αρμόζουσα μέθοδος αποτίμησης γίνεται μέσω της συλλογής πληροφοριών που αφορούν πρόσφατες αγοροπωλησίες εταιριών στον ίδιο κλάδο. Συγκεκριμένα, εάν είναι γνωστό το τίμημα μιας τέτοιας αγοροπωλησίας καθώς και το EBITDA (κέρδη προ τόκων, φόρων, αποσβέσεων), χρησιμοποιείται το κλάσμα τιμή/EBITDA και πολλαπλασιάζεται με το EBITDA της εταιρίας.

Η μέθοδος αυτή είναι πιο αποτελεσματική εάν έχουν γίνει πρόσφατα πολλαπλές αγοροπωλησίες εταιριών στον κλάδο που δραστηριοποιείτε η εταιρία μας και τα χαρακτηριστικά των εταιριών αυτών μοιάζουν όσο το δυνατόν περισσότερο στην εταιρία μας.

Οι μέθοδοι αυτής της κατηγορίας που βασίζονται στην αγορά, έχουν το πλεονέκτημα ότι αξιολογούν την εταιρία με βάση τις υπάρχουσες οικονομικές συγκυρίες της οικονομίας και στηρίζονται σε «πραγματικές» τιμές της αγοράς. Είναι πιο αποτελεσματικές για την αποτίμηση εταιριών οι οποίες έχουν κλείσει τουλάχιστον τον πρώτο κύκλο ζωής και έχουν σταθεροποιηθεί σε μέγεθος, δηλαδή που δεν είναι σε περίοδο ραγδαίας ανάπτυξης ή που να προσδοκούν σε επέκταση σε νέους κλάδους και νέες αγορές.

Μία τέτοια αποτίμηση όμως, απαιτεί ένα σημαντικό βαθμό κριτικής σκέψης στην επιλογή του κατάλληλου δείγματος και ικανότητας στη ανάλυση των δεδομένων. Μάλιστα, στις τελευταίες δύο περιπτώσεις, η ορθότητα της αποτίμησης εξαρτάται πλήρως από την ποιότητα του δείγματος εταιριών της αγοράς που χρησιμοποιούμε, δηλαδή την ομοιότητα των χαρακτηριστικών αυτών των εταιριών με αυτήν που προσπαθούμε να αποτιμήσουμε, καθώς και από την δυνατότητα που έχουμε να συλλέξουμε τα απαραίτητα στοιχεία.

3.4 ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Καζαντζής Χρ. 2008, Αρχές και Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Λογιστικής, Εκδόσεις Business Plus Α.Ε.
2. Αρτίκης Γ. 2002, Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων, 3η Έκδοση, Interbooks.
3. Γιάντσιος Δ. 2009, Μέθοδοι ανάλυσης εταιριών και αποτίμηση επιχειρήσεων, Διπλωματική Εργασία Πανεπιστήμιο Μακεδονίας.
4. Γκλεζάκος Μ. 2004, Εισαγωγή στην ανάλυση της οικονομικής κατάστασης των επιχειρήσεων, Διπλωματική Εργασία Πανεπιστήμιο Πειραιώς.
5. Κόλλια Χρ 2008, Αποτίμηση Επιχειρήσεων, Διπλωματική Εργασία Πανεπιστήμιο Πειραιώς.

4. ΜΟΝΤΕΛΑ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ

4.1 ΓΕΝΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ

Τα μοντέλα αυτά (discounted dividend models) στηρίζονται πάνω στην γενική ιδέα σύμφωνα με την οποία η αξία μιας μετοχής σήμερα ισούται με την παρούσα αξία των αναμενόμενων ταμειακών ροών (present value models) που κατά πάσα πιθανότητα θα εισπράξει έναν δυνητικός επενδυτής. Παίρνοντας δηλαδή υπόψιν το γεγονός ότι ένα χρηματικό ποσό σήμερα έχει περισσότερη αξία από το ίδιο ποσό που πρόκειται να εισπραχθεί στο μέλλον και μειώνοντας την αξία κάθε αναμενόμενης ταμειακής ροής ανάλογα με το πόσο μακριά στο μέλλον πρόκειται να εισπραχθεί, βρίσκει την παρούσα αξία της μετοχής. Στα συγκεκριμένα μοντέλα αποτίμησης με τον όρο μελλοντική ταμειακή ροή εννοούνται τα μερίσματα που πρόκειται να μοιράσει στους επενδυτές μια εταιρία ύστερα από απόφαση του διοικητικού της συμβουλίου. Έτσι χρησιμοποιώντας αυτά τα μοντέλα ένας οποιοσδήποτε αναλυτής θα μπορεί να αποφανθεί εάν η συγκεκριμένη κάθε φορά μετοχή είναι υπερτιμημένη, υποτιμημένη ή σωστά τιμολογημένη (fairly valued).

Η γενική εξίσωση πάνω στην οποία στηρίζονται τα μοντέλα προεξόφλησης ταμειακών ροών (present value models) είναι η εξής :

$$V_0 = \sum CF/(1+r)^t$$

όπου V_0 η παρούσα αξία του περιουσιακού στοιχείου στο χρόνο μηδέν, CF η χρηματική ροή για τον συγκεκριμένο κάθε φορά χρόνο t και τέλος το r είναι το επιτόκιο προεξόφλησης ή πιο σωστά το απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης. Ακόμη θα πρέπει να τονιστεί η χρησιμότητα αυτού του μοντέλου στην αποτίμηση της αξίας ενός περιουσιακού στοιχείου σε κάποια μελλοντική χρονική στιγμή και όχι μόνον στο χρόνο μηδέν, προεξοφλώντας όπως είναι φυσικό τις χρηματικές ροές που έπονται αυτού του συγκεκριμένου χρονικού σημείου.

Τέλος θα πρέπει να διασαφηνιστεί ότι η διαδικασία αποτίμησης μετοχών δεν είναι μια απλή στερεότυπη διαδικασία. Παρά το γεγονός ότι ο τύπος είναι πολύ απλός και εύκολος στη χρήση, ο υπολογισμός των απαιτούμενων δεδομένων ή αλλιώς εισροών του μοντέλου είναι μια μεγάλη πρόκληση για τους αναλυτές. Καταρχήν ο αναλυτής θα πρέπει στην αρχή να διασαφηνίσει πιο μοντέλο αποτίμησης θα επιλέξει ώστε αυτό να αρμόζει στα ποιοτικά και ποσοτικά χαρακτηριστικά της συγκεκριμένης κάθε φορά εταιρίας. Στην συνέχεια θα πρέπει να προβεί στην πρόβλεψη των μελλοντικών

χρηματικών ροών που είναι μάλιστα και η πιο επίπονη και συνάμα υψηλής πιθανότητας σφαλμάτων διαδικασία. Τέλος θα πρέπει να επιλέξει το κατάλληλο ποσοστό προεξόφλησης το οποίο επίσης είναι δυνατόν να εκτιμηθεί με πολλές και διαφορετικές μεταξύ τους μεθόδους.

4.2 ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΣ ΠΟΣΟΣΤΟΥ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΗΣ

Ποσοστό προεξόφλησης γενικά σημαίνει το ποσοστό το οποίο χρησιμοποιείται για την εύρεση της παρούσας αξίας μιας μελλοντικής ταμειακής ροής. Όμως ο κάθε αναλυτής είναι αναγκαίο να επιλέγει το κατάλληλο ποσοστό προεξόφλησης έτσι ώστε να εκφράζεται και η χρονική αξία του χρήματος και ο κίνδυνος της μετοχής ή του οποιουδήποτε περιουσιακού στοιχείου γενικότερα. Όπως είναι γνωστό το ακίνδυνο επιτόκιο εκφράζει την χρονική αξία του χρήματος, ενώ το πριμ κινδύνου (risk premium) την επιπλέον απόδοση για το γεγονός της ανάληψης κινδύνου από την πλευρά του επενδυτή και εκφράζει την επιπλέον αναμενόμενη απόδοση σε σχέση πάντα με το ακίνδυνο επιτόκιο. Έχει επικρατήσει στην βιβλιογραφία αυτό το ποσοστό προεξόφλησης το οποίο εκφράζει και την χρονική αξία του χρήματος και τον κίνδυνο να αποκαλείται απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης. Δηλαδή είναι η ελάχιστη απαιτούμενη απόδοση που απαιτείται από έναν επενδυτή δεδομένου του κινδύνου του περιουσιακού στοιχείου.

Όμως αυτός ο γενικός ορισμός του απαιτούμενου ποσοστού απόδοσης θα πρέπει διασαφηνιστεί πιο αναλυτικά στην περίπτωση που χρησιμοποιείται για την αποτίμηση των κοινών μετοχών. Συγκεκριμένα, σε αυτήν την περίπτωση το ονομάζουμε κόστος κοινής μετοχής (cost of equity) και ο προσδιορισμός του είναι πολύ σημαντικός για την ορθότητα της διαδικασίας της αποτίμησης συγκεκριμένης κάθε φορά μετοχής. Στην σύγχρονη βιβλιογραφία έχουν επικρατήσει δύο κυρίως μέθοδοι για τον υπολογισμό του κόστους των κοινών μετοχών. Η πρώτη μέθοδος βασίζεται στα αποκαλούμενα equilibrium models και συγκεκριμένα στο περίφημο CAPM (capital asset pricing model) ή στο arbitrage pricing theory μοντέλο. Η δεύτερη μέθοδος υπολογίζει το κόστος των κοινών μετοχών προσθέτοντας στην απόδοση στην λήξη των ομολόγων (κυρίως αυτής των δεκαετών ομολόγων) ένα συγκεκριμένο ποσό πριμ κινδύνου (risk premium) και είναι κυρίως εμπειρική προσέγγιση. Στην συνέχεια θα παρουσιάσουμε αυτές τις μεθόδους πιο αναλυτικά.

Το CAPM μοντέλο έχει την εξής γενική μαθηματική διατύπωση :

$$E(R) = R_f + \beta [E(R_M) - R_f]$$

όπου $E(R)$ είναι η αναμενόμενη απόδοση ενός περιουσιακού στοιχείου, R_f το ακίνδυνο επιτόκιο, $E(R_M)$ η αναμενόμενη απόδοση του χαρτοφυλακίου αγοράς και τέλος β ο συντελεστής βήτα της συγκεκριμένης κάθε φορά μετοχής ο οποίος εκφράζει την ευαισθησία της μετοχής αυτής ως προς την πορεία της αγοράς.

Η σχέση μέσα στις αγκύλες εκφράζει το πριμ κινδύνου της αγοράς και η όλη σχέση εκφράζει το γεγονός ότι η απαιτούμενη απόδοση της μετοχής θα πρέπει να ισούται με το ακίνδυνο επιτόκιο συν το πριμ κινδύνου της αγοράς επί τον κίνδυνο (beta) της συγκεκριμένης μετοχής. Για χάρη απλότητας στην αποτίμηση μετοχών σαν αγορά θεωρούμε μόνο την αγορά κοινών μετοχών παίρνοντας υπόψιν κάποιο γενικό αντιπροσωπευτικό δείκτη και έτσι κατά συνέπεια το πριμ κινδύνου της αγοράς ονομάζεται και equity risk premium.

Όμως για να χρησιμοποιήσουμε αυτήν την μέθοδο για τον προσδιορισμό του ποσοστού προεξόφλησης ή αλλιώς κόστους κοινής μετοχής απαιτείται μια επιπλέον διαδικασία. Ο αναλυτής θα πρέπει να αποφασίσει πως θα εκτιμήσει το ακίνδυνο επιτόκιο καθώς επίσης και το πριμ κινδύνου της μετοχής (equity risk premium). Δηλαδή ο αναλυτής θα πρέπει να επιλέξει από μια πληθώρα επιλογών εάν θα χρησιμοποιήσει την απόδοση ενός βραχυπρόθεσμου ή ενός μακροπρόθεσμου περιουσιακού στοιχείου ως προσέγγιση για το ακίνδυνο επιτόκιο. Σύμφωνα όμως με τους περισσότερους αναλυτές επειδή οι μετοχές γενικά δεν έχουν ημερομηνία λήξης (maturity date) όπως τα ομόλογα, είναι προτιμότερο να χρησιμοποιείται η απόδοση ενός μακροπρόθεσμου περιουσιακού στοιχείου σαν προσέγγιση του ακίνδυνου επιτοκίου. Και επιπλέον επειδή ο κάθε αναλυτής θα πρέπει να επιλέξει ένα περιουσιακό στοιχείο του οποίου η απόδοση χρησιμοποιείται για την προσέγγιση του ακίνδυνου επιτοκίου και επειδή θα πρέπει η διάρκεια (duration) αυτού του περιουσιακού στοιχείου να συμπίπτει με την διάρκεια του περιουσιακού στοιχείου το οποίο βρίσκεται υπό αποτίμηση, τα μακροπρόθεσμα κρατικά ομόλογα είναι η καταλληλότερη και συνάμα πιο συχνά χρησιμοποιούμενη κατηγορία. Κλείνοντας το ζήτημα αυτό, επειδή σε διεθνές επίπεδο έχει παρατηρηθεί ότι τα δεκαετή ομόλογα συναντώνται σε όλες σχεδόν τις χώρες η απόδοση στη λήξη αυτών είναι και η συχνότερη προσέγγιση για το ακίνδυνο επιτόκιο.

Το πριμ κινδύνου για την αγορά μετοχών (equity risk premium) είναι το άλλο στοιχείο που πρέπει ένας αναλυτής να εκτιμήσει για να βρει το απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης. Σύμφωνα με την διεθνή βιβλιογραφία έχουν επικρατήσει δυο μέθοδοι υπολογισμού του equity risk premium. Η μια μέθοδος βασίζεται στην ιστορική διαφορά

παρελθόντων ετών μεταξύ της απόδοσης ενός χρηματιστηριακού δείκτη μετοχών και μεταξύ της ιστορικής απόδοσης των κρατικών ομολόγων. Η δεύτερη μέθοδος προσεγγίζει το equity risk premium βασιζόμενη στην αναμενόμενη απόδοση – πορεία ενός αντιπροσωπευτικού δείκτη μετοχών και είναι μια μέθοδος που ατενίζει προς το μέλλον παρά στο παρόν. Η πρώτη μέθοδος που στηρίζεται σε ιστορικά δεδομένα είναι η πιο απλή και η πιο διαδεδομένη επιλογή εφόσον υπάρχουν ακριβή και αξιόπιστα δεδομένα για την κάθε αγορά που βρίσκεται υπό ανάλυση. Τέλος όπως είναι φυσικό η δεύτερη μέθοδος είναι πιο κατάλληλη για την αποτίμηση μετοχών που διαπραγματεύονται σε αναδυόμενες χρηματιστηριακές αγορές όπου δεν υπάρχουν επαρκή και αξιόπιστα δεδομένα.

Η δεύτερη προσέγγιση για τον υπολογισμό του απαιτούμενου ποσοστού απόδοσης της μετοχής είναι το γνωστό arbitrage pricing theory μοντέλο (APT). Η βασική ιδέα αυτού του μοντέλου είναι το ότι η απόδοση μιας μετοχής δεν εξαρτάται αποκλειστικά από την πορεία της αγοράς (δηλ. ενός γενικού δείκτη) αλλά εξαρτάται επιπλέον και από ένα άλλο πλήθος παραγόντων. Η γενική μαθηματική διατύπωση του μοντέλου είναι η εξής :

$$E(R_i) = R_f + (\text{risk premium})_1 + (\text{risk premium})_2 + \dots + (\text{risk premium})_n$$

όπου το risk premium ισούται με το γινόμενο της ευαισθησίας του κάθε παράγοντα επί το πριμ κινδύνου για τον κάθε συγκεκριμένο παράγοντα. Δηλαδή ευαισθησία ενός παράγοντα είναι η ευαισθησία της συγκεκριμένης κάθε φορά μετοχής ως προς ένα παράγοντα, ενώ πριμ κινδύνου για έναν παράγοντα είναι η επιπλέον αναμενόμενη απόδοση της μετοχής πέραν του ακίνδυνου επιτοκίου εξαιτίας της επίδρασης αυτού του παράγοντα. Κλείνοντας, θα πρέπει να τονιστεί ότι από τότε που πρωτοπαρουσιάστηκε αυτό το μοντέλο έχουν αναδειχθεί πάρα πολλές παραλλαγές του με συνέπεια να μην υπάρχει κάποια μορφή που να είναι κοινώς αποδεκτή από όλους τους αναλυτές, αλλά η επιλογή ή η απόρριψη ενός παράγοντα στο μοντέλο να εξαρτάται από την κρίση του κάθε αναλυτή.

Όπως φαίνεται από την παραπάνω περιγραφή του CAPM και του APT μοντέλου, ο υπολογισμός του απαιτούμενου ποσοστού απόδοσης μέσω αυτών είναι πολύ πιθανόν να υπόκειται σε σφάλματα. Τέτοια σφάλματα είναι δυνατόν να προέρχονται από το εάν το μοντέλο που έχει επιλεγεί είναι το καταλληλότερο, εάν οι εισροές του μοντέλου είναι ακριβείς και σωστές ή τέλος εάν το βί της συγκεκριμένης μετοχής εκφράζει σωστά την ευαισθησία της ως προς τον γενικό δείκτη μετοχών που έχει επιλεγεί. Η τρίτη μέθοδος υπολογισμού του απαιτούμενου ποσοστού απόδοσης αποφεύγει κάποιες αδυναμίες των δυο αυτών μοντέλων και μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την εκτίμηση του

απαιτούμενου ποσοστού απόδοσης μετοχών εταιριών που εκδίδουν δικά τους ομόλογα. Η μέθοδος αυτή είναι διεθνώς γνωστή ως bond yield plus risk premium method (BYPRP) και δίνει μια γρήγορη εκτίμηση του κόστους μετοχής. Η μαθηματική διατύπωση του μοντέλου είναι η εξής :

$$\text{BYPRP κόστος μετοχής} = \text{απόδοση στη λήξη μακροπρόθεσμου εταιρικού ομολόγου} + \text{Risk premium}$$

όπου το risk premium εκφράζει την ανταμοιβή του επενδυτή εξαιτίας της ανάληψης κινδύνου αφού οι κάτοχοι ομολόγων σε περίπτωση χρηματοοικονομικής δυσπραγίας ή πτώχευσης της εταιρίας έχουν προτεραιότητα ως προς την εκπλήρωση των απαιτήσεων τους έναντι των κοινών μετόχων. Κλείνοντας, αξίζει να τονιστεί ότι αν και είναι πολύ απλή εντούτοις χρησιμοποιείται πολύ συχνά για τον υπολογισμό του κόστους των μετοχών.

Τέλος, ολοκληρώνοντας αυτή την ενότητα που αφορά τον υπολογισμό του κόστους μετοχής θα πρέπει να διευκρινιστεί και η διαδικασία που ακολουθείται σε περιπτώσεις μετοχών που δεν διαπραγματεύονται δημοσίως. Επειδή δεν υπάρχουν δεδομένα για τις εταιρίες αυτές και για τις μετοχές τους και κατά συνέπεια για τον υπολογισμό του βί τα προαναφερθέντα μοντέλα δεν είναι δυνατόν να χρησιμοποιηθούν. Έτσι για τον υπολογισμό του κόστους της μετοχής οι αναλυτές χρησιμοποιούν κάποιες υποκειμενικές μεθόδους (build-up method). Σύμφωνα με αυτές το κόστος της μετοχής ισούται με το άθροισμα διαφόρων πριμ κινδύνου τα οποία δεν υπολογίζονται με επιστημονικά τεκμηριωμένα μοντέλα (CAPM, APT), αλλά σύμφωνα με την κρίση και την εμπειρία του αναλυτή.

4.3 ΜΟΝΤΕΛΑ ΠΡΟΞΟΦΛΗΣΗΣ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΩΝ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ

Η μέθοδος αυτή είναι η πιο απλή αλλά συνάμα και πιο παλιά μέθοδος για την αποτίμηση μετοχών στηριζόμενη στην χρονική αξία του χρήματος και στην προεξόφληση των ταμειακών ροών. Πριν παρουσιαστεί η αναλυτική απαρίθμηση των διαφόρων μοντέλων που έχουν αναπτυχθεί και χρησιμοποιηθεί για την ανάλυση και αποτίμηση μετοχών θα πρέπει πρώτα να δοθεί η γενική μαθηματική εξίσωση για μια χρονική περίοδο ή για μια πολυετή περίοδο. Όπως είναι γνωστό όταν κάποιος επενδυτής αγοράσει μια κοινή μετοχή οι αναμενόμενες ταμειακές ροές που πρόκειται να εισπράξει είναι το μέρισμα και η αγοραία τιμή από την πώληση της μετοχής. Έτσι εάν πρόκειται να την κρατήσει για έναν μόνο χρόνο η σημερινή παρούσα αξία της μετοχής θα δίνεται από τον ακόλουθο τύπο :

$$V_0 = D_1 / (1+r)^1 + P_1 / (1+r)^1$$

όπου V_0 η παρούσα αξία της μετοχής, D_1 το αναμενόμενο μέρισμα σε ένα χρόνο από τώρα, θεωρώντας ότι αυτό πληρώνεται στο τέλος του έτους και P_1 η αναμενόμενη τιμή πώλησης σε ένα έτος από τώρα. Εάν τώρα υποθέσουμε ότι ο επενδυτικός ορίζοντας είναι n -έτη, τότε η γενική μαθηματική εξίσωση αποτίμησης μιας μετοχής είναι η εξής :

$$V_0 = D_1 / (1+r)^1 + \dots + D_n / (1+r)^n + P_n / (1+r)^n$$

όπου V_0 η παρούσα αξία της μετοχής, D_n το αναμενόμενο μέρισμα σε n χρόνια από τώρα, θεωρώντας ότι αυτό πληρώνεται στο τέλος του έτους και P_n η αναμενόμενη τιμή πώλησης σε n έτη από τώρα.

Κλείνοντας, εάν θεωρηθεί ότι ο επενδυτικός ορίζοντας εκτείνεται έως το άπειρο ο όρος $P_n / (1+r)^n$ της παραπάνω γενικής εξίσωσης τείνει στο μηδέν και έτσι η εξίσωση τελικά γίνεται μόνο:

$$V_0 = D_1 / (1+r)^1 + \dots + D_n / (1+r)^n + P_n / (1+r)^n$$

και είναι το μοντέλο που προτάθηκε από τον John Burr Williams το 1938. Στη συνέχεια παρουσιάζονται με τη σειρά από τα πιο απλά στα πιο πολυσταδιακά μοντέλα αποτίμησης μετοχών τα οποία ανήκουν στην κατηγορία των discount dividend models.

Το βασικό πλεονέκτημα όλων των μεθόδων της κατηγορίας αυτής σχετίζεται με την λογική ότι για τον ιδιοκτήτη, μια εταιρία αξίζει όσο το σύνολο των κερδών που θα αποκομίσει μελλοντικά. Μάλιστα, σε περιπτώσεις νεοσύστατων εταιριών καθώς και εταιρίες που επιχειρούν να αναπτυχθούν μεταβάλλοντας ραγδαία τα οικονομικά μεγέθη τους, η μέθοδος αυτή ίσως είναι η μόνη που μπορεί να δώσει μια ουσιαστική αποτίμηση καθώς όλες οι άλλες θα υποτιμήσουν δραστικά την αξία της. Στον αντίποδα όμως, το παραπάνω επιχείρημα στηρίζεται στην ύπαρξη αλλά και στην υλοποίηση ενός αποτελεσματικού επιχειρησιακού πλάνου, το οποίο εξορισμού θα επηρεαστεί από την αβεβαιότητα του μέλλοντος.

Η χρησιμότητα της μεθόδου εξαρτάται από το επιχειρησιακό πλάνο που πρέπει να καταστρωθεί με ρεαλιστικές προβλέψεις για τις εισροές και την κερδοφορία της επιχείρησης, σε τι βάθος χρόνου, καθώς και η κατάλληλη επιλογή προεξοφλητικού

επιτοκίου βάση του ρίσκου που συμπεριλαμβάνεται στο επιχειρησιακό πλάνο. Όλες αυτές οι παράμετροι κάνουν την μέθοδο αυτή αρκετά υποκειμενική και κατά συνέπεια η χρησιμότητα της περιορίζεται κυρίως σε συγκεκριμένες περιπτώσεις όπου οι λοιπές μέθοδοι δεν μπορούν να εφαρμοστούν ικανοποιητικά.

4.3.1 Μοντέλο Σταθερού Μερίσματος

Το μοντέλο Σταθερού Μερίσματος (zero growth model) είναι το πιο απλό και υποθέτει ότι το μέρισμα που θα προκύψει από την κατοχή μιας συγκεκριμένης μετοχής είναι για πάντα σταθερό. Εάν δηλαδή είναι D_i το μέρισμα που δίνει η μετοχή στο χρόνο i τότε σύμφωνα με αυτό το μοντέλο θα ισχύει $D_i = D$ για $i=1,2,3,\dots$ κτλ. Η γενική μαθηματική εξίσωση αυτού του μοντέλου είναι η εξής :

$$V_0 = D/(1+r) + D/(1+r)^2 + \dots + D/(1+r)^n + \dots$$

Επειδή όμως το μέρισμα είναι πάντα σταθερό η μετοχή μπορεί να θεωρηθεί ως διηνεκή ράντα με σταθερό ποσό D , οπότε ο τύπος γίνεται τελικά :

$$V_0 = D/r$$

όπου r είναι το απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης της συγκεκριμένης κάθε φορά μετοχής.

4.3.2 Μοντέλο Σταθερού Ρυθμού Αύξησης Μερίσματος

Το μοντέλο Σταθερού Ρυθμού Αύξησης του Μερίσματος (constant growth model) αναπτύχθηκε πρώτα από τους Gordon και Shapiro το 1956 και για το λόγο αυτό είναι γνωστό στη βιβλιογραφία και ως Gordon Growth model. Είναι ένα σχετικά απλό μοντέλο γιατί υποθέτει ότι τα μελλοντικά μερίσματα αυξάνονται κατά έναν σταθερό ρυθμό. δηλαδή το μέρισμα ενός έτους θα εξαρτάται από το μέρισμα του προηγούμενου έτους σύμφωνα με την παρακάτω μαθηματική εξίσωση :

$$D_t = D_{t-1} \times (1+g)$$

όπου g είναι ο αναμενόμενος σταθερός ρυθμός ανάπτυξης του μερίσματος και D_t το μέρισμα που θα εισπράξει ο επενδυτής στο χρόνο t . Για οποιαδήποτε χρονική περίοδο t ο παραπάνω τύπος γράφεται στην εξής πιο γενική μορφή :

$$D_t = D_0 \times (1+g)^t$$

Αν τώρα αντικαταστήσουμε αυτόν τον τύπο στην γενική εξίσωση αποτίμησης της μετοχής που αναφέρθηκε παραπάνω θα έχουμε τα εξής :

$$V_0 = D_0(1+g) / (1+r) + D_0(1+g)^2 / (1+r)^2 + \dots + D_0(1+g)^n / (1+r)^n + \dots$$

Από την αναλυτική παρατήρηση αυτής της εξίσωσης προκύπτει ότι αυτή αποτελεί γεωμετρική πρόοδο αφού κάθε όρος της προκύπτει από τον αμέσως προηγούμενο πολλαπλασιάζοντας τον με έναν σταθερό όρο ο οποίος στην προκειμένη περίπτωση είναι ο $(1+g) / (1+r)$. Έτσι αφού το δεξί μέλος της παραπάνω σχέσης είναι άθροισμα γεωμετρικής προόδου αυτή θα γραφεί σε πιο συμπυκνωμένη μορφή ως εξής :

$$V_0 = D_0 (1+g) / r - g \quad \text{ή} \quad V_0 = D_1 / r - g$$

Από αυτήν την τελευταία εξίσωση λύνοντας ως προς r προκύπτει ο τύπος που μας δίνει την αναμενόμενη απόδοση.

$$r = D_0(1+g) / P_0 + g \quad \text{ή} \quad D_1 / P_0 + g$$

Επειδή ο δείκτης P/E έχει τύχει ευρείας απήχησης από το επενδυτικό κοινό το μοντέλο του σταθερού ρυθμού αύξησης του μερίσματος χρησιμοποιείται για την κατασκευή μιας εξίσωσης που δίνει την τιμή αυτού του δείκτη. Εάν θεωρήσουμε b το ποσοστό των παρακρατηθέντων κερδών τα οποία επανεπενδύονται τότε εξ' ορισμού θα είναι:

$$1 - b = \text{Μέρισμα ανά μετοχή} / \text{Κέρδη ανά μετοχή} (D_t / E_t)$$

Θεωρώντας ότι $P_0 = D_1 / r - g$ που ισχύει σύμφωνα με το συγκεκριμένο μοντέλο και διαιρώντας το με τα αναμενόμενα κέρδη ανά μετοχή σε μια περίοδο 12 μηνών από τώρα θα προκύψει ο εξής τύπος :

$$P_0/E_1 = (D_1/E_1) / r-g = 1-b / r-g$$

Εάν όμως διαιρεθεί το P_0 με τα σημερινά τρέχοντα κέρδη ανά μετοχή τότε ο τύπος γίνεται :

$$P_0/E_0 = (D_0(1+g) / E_0) / r-g = (1-b) (1+g) / r-g$$

και έτσι μέσω αυτών των τύπων ο αναλυτής έχει την δυνατότητα να εκφράσει τα αποτελέσματα της έρευνας του σε πιο απλή και κατανοητή μορφή.

Κλείνοντας την περιγραφή και αυτού του μοντέλου, παραθέτονται παρακάτω τα πλεονεκτήματα που θα αποκομίσει ένας αναλυτής ή επενδυτής από την εφαρμογή αυτού του μοντέλου καθώς και τις αντίστοιχες δυσκολίες ή μειονεκτήματα.

Είναι ένα απλό μοντέλο σύμφωνα με το οποίο είναι δυνατόν να αποτιμηθούν εταιρίες που παρουσιάζουν ένα σταθερό ρυθμό αύξησης-ανάπτυξης και οι οποίες πληρώνουν πάντα μέρισμα στους μετόχους.

Μπορεί να χρησιμοποιηθεί και για την αποτίμηση δεικτών μετοχών καθώς επίσης και για την εκτίμηση της αναμενόμενης απόδοσης.

Για να εφαρμοστεί στηρίζεται πολύ σε προβλέψεις του ρυθμού ανάπτυξης g και της απαιτούμενης απόδοσης r και έτσι τα αποτελέσματα που προκύπτουν είναι πολύ ευαίσθητα στις μεταβολές αυτών των εισροών του μοντέλου και κατά συνέπεια είναι δυνατόν να μην ανταποκρίνονται στην πραγματικότητα. Έτσι, είναι πιθανόν να ακολουθηθούν λάθος επιλογές εκ μέρους των επενδυτών με αποτέλεσμα να υποστούν πολλές ζημιές τα χαρτοφυλάκια τους.

Τέλος, δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την αποτίμηση μετοχών που δεν πληρώνουν μέρισμα καθώς επίσης και για τις εταιρίες που ενώ πληρώνουν μέρισμα δεν εμφανίζουν σταθερό ρυθμό ανάπτυξης.

4.3.3 Πολυσταδιακά Μοντέλα

Επειδή αρκετές φορές οι συνθήκες κάτω από τις οποίες εφαρμόζεται το προηγούμενο μοντέλο αποτίμησης (constant growth model) δεν συμβαδίζουν με την πραγματικότητα, έχουν αναπτυχθεί από τους αναλυτές πιο σύνθετα μοντέλα αποτίμησης. Τα μοντέλα αυτά σαν ένα γενικό υποσύνολο στην ξενόγλωσση βιβλιογραφία ονομάζονται multistage dividend discount models και παρουσιάζονται σε αρκετές μορφές και παραλλαγές. Γενικά από τους πιο πολλούς αναλυτές έχει υιοθετηθεί μια πορεία ανάπτυξης των εταιριών η οποία παρουσιάζει τρία στάδια με συνέπεια τα αντίστοιχα αυτά μοντέλα αποτίμησης να υιοθετούν διαφορετικούς ρυθμούς αύξησης του μερίσματος για κάθε φάση αυτής της πορείας των εταιριών. Δηλαδή σε κάθε φάση ο ρυθμός αύξησης του μερίσματος ακολουθεί μια σταθερή μορφή εξέλιξης διαφορετική ανά φάση και έτσι ανάλογα με τα χαρακτηριστικά της επιχείρησης ο αναλυτής θα επιλέγει το κατάλληλο μοντέλο. Οι φάσεις αυτές της πορείας των εταιριών είναι αναλυτικά οι εξής :

➤ Φάση Ανάπτυξης

Κατά τη διάρκεια της φάσης αυτής η εταιρία βλέπει το μερίδιο αγοράς και τις πωλήσεις της να αυξάνουν συνεχώς και με υψηλούς μάλιστα ρυθμούς. Το ίδιο ισχύει και για τα περιθώρια κέρδους και για τον ρυθμό αύξησης των κερδών ανά μετοχή. Αντιθέτως εξαιτίας της αναμενόμενης υψηλής απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων και των πολλών επενδυτικών επιλογών με θετική καθαρή παρούσα αξία τα μερίσματα θα είναι αν όχι μηδενικά πολύ ελάχιστα.

➤ Μεταβατική Φάση

Στη φάση αυτή ο ρυθμός αύξησης των κερδών αρχίζει να μειώνεται επειδή ο ανταγωνισμός ασκεί πιέσεις στις τιμές και στα περιθώρια κέρδους. Σε αυτό είναι πιθανόν να συντελεί και το γεγονός ότι οι πωλήσεις μειώνονται εξαιτίας του κορεσμού της αγοράς. Αντίθετα, τα μερίσματα στην παρούσα φάση αυξάνονται, επειδή δεν υφίστανται πλέον αναγκαίες οι επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου.

➤ Φάση Ωριμότητας

Στην πορεία της φάσης αυτής η εταιρία προσεγγίζει μια ισορροπία και πλέον οι επενδύσεις της αποφέρουν σχεδόν ακριβώς το κόστος κεφαλαίου. Ακόμη ο ρυθμός αύξησης των κερδών, το μέρισμα και η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων τείνουν να σταθεροποιηθούν σε συγκεκριμένα επίπεδα για μια μακροχρόνια περίοδο. Κλείνοντας, από τα παραπάνω καθίσταται κατανοητό ότι για το τρίτο αυτό στάδιο ένα κατάλληλο αν

όχι το καταλληλότερο μοντέλο αποτίμησης είναι αυτό του σταθερού ρυθμού αύξησης του μερίσματος.

Στη συνέχεια θα παρουσιαστούν λεπτομερειακά τα κυριότερα μοντέλα που έχουν έως τώρα αναπτυχθεί και χρησιμοποιηθεί από τους αναλυτές για την αποτίμηση των μετοχών και κατά συνέπεια για την αξιολόγηση των αντίστοιχων εταιριών.

4.3.3.1 Μοντέλο Δυο Διαφορετικών Φάσεων

Υπάρχουν δυο κυρίως παραλλαγές αυτού του μοντέλου. Η πρώτη παραλλαγή θεωρεί ότι ο ρυθμός αύξησης του μερίσματος είναι σταθερός και στις δυο διακριτές περιόδους. Η δεύτερη παραλλαγή του μοντέλου στην αρχή θεωρεί ότι υπάρχει μια περίοδος με συνεχώς μειούμενο ρυθμό αύξησης του μερίσματος, ενώ κατά τη δεύτερη φάση αυτός σταθεροποιείται και μένει ίδιος για όλη τη διάρκεια.

Για την πρώτη παραλλαγή έχει παρατηρηθεί από τους αναλυτές ότι τα μερίσματα ακολουθούν έναν υψηλό ρυθμό ανάπτυξης την πρώτη περίοδο και έπειτα προσεγγίζουν έναν σταθερό, αλλά σαφώς χαμηλότερο ρυθμό αύξησης κατά τη δεύτερη περίοδο. Η μαθηματική διατύπωση αυτού του μοντέλου θα είναι η εξής:

$$V_0 = \sum_{t=1}^n D_t / (1+r)^t + [V_n / (1+r)^n]$$

όπου V_n είναι μια εκτίμηση του P_n δηλαδή της τιμής στην αρχή της δεύτερης χρονικής περιόδου. Σύμφωνα με την παραπάνω περιγραφή του μοντέλου τα πρώτα n μερίσματα αυξάνονται κατά ένα ασυνήθιστα υψηλό ρυθμό έστω g_s , οπότε θα ισχύουν τα εξής:

$$D_t = D_0 \times (1 + g_s)^t$$

Μετά από τον χρόνο n και σύμφωνα πάντα με το μοντέλο ο ρυθμός αύξησης του μερίσματος γίνεται κανονικός και αποκτά μια καθορισμένη σταθερή τιμή έστω g_L . Το αναμενόμενο μέρισμα κατά την χρονιά $n + 1$ θα δίνεται από τον εξής μαθηματικό τύπο:

$$D_{n+1} = D_n (1 + g_L) = D_0 (1 + g_s)^n (1 + g_L)$$

και θα συνεχίσει να αυξάνεται με αυτόν τον ρυθμό.

Επειδή όμως κατά τη δεύτερη φάση το μέρισμα αυξάνει με σταθερό ρυθμό μπορεί να χρησιμοποιηθεί ο τύπος του σταθερού ρυθμού αύξησης του μερίσματος για να βρεθεί η αξία V_n της μετοχής στον χρόνο n .

$$V_n = D_0 (1+g_s)^n (1+g_L) / r - g_L$$

Οπότε η αξία της μετοχής στο χρόνο μηδέν δίνεται από τον ακόλουθο τύπο ο οποίος προκύπτει με αντικατάσταση του V_n στην παραπάνω βασική εξίσωση αποτίμησης του μοντέλου αυτού.

$$\sum_{t=1}^n [D_0(1+g_s)^t / (1+r)^t] + [D_0(1+g_s)^n(1+g_L)] / [(1+r)^n(r-g_L)]$$

Κλείνοντας, αξίζει να τονιστεί ότι αυτή η παραλλαγή του μοντέλου είναι πολύ εύχρηστη στον τομέα της αποτίμησης μετοχών. Σχεδόν όλες οι εταιρίες σε κάποια περίοδο παρουσιάζουν έναν ιδιαίτερα υψηλό ρυθμό ανάπτυξης είτε λόγω ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος είτε λόγω της ύπαρξης άλλων ευνοϊκών παραγόντων. Στην πορεία όμως, λόγω της εισόδου νέων ανταγωνιστών ή κορεσμού της αγοράς, ο ρυθμός ανάπτυξης μειώνεται και πλέον αγγίζει τα φυσιολογικά όρια.

Τέλος, ένας άλλος λόγος για τον οποίο το μοντέλο αυτό χρησιμοποιείται συχνά είναι το γεγονός ότι έχει παρατηρηθεί ότι εταιρίες που παρουσιάζουν στο παρόν έναν υψηλό ρυθμό ανάπτυξης έπειτα από την πάροδο κάποιων ετών, παρουσιάζουν έναν χαμηλότερο ρυθμό ανάπτυξης, ενώ αντίθετα αυτές που τώρα έχουν χαμηλό ρυθμό ανάπτυξης στην πορεία γίνονται οι πρωτοπόροι στο ρυθμό ανάπτυξης. Έτσι μετά την πάροδο κάποιων ετών μπορεί να υποθεθεί ότι επέρχεται ισορροπία στην αγορά και ότι όλες σχεδόν οι εταιρίες αναπτύσσονται με τον ίδιο ρυθμό.

Η δεύτερη παραλλαγή, όπως αναφέρθηκε και πιο πριν στην πρώτη φάση ή στάδιο, υποθέτει ότι η εταιρία ξεκινά με έναν υψηλό ρυθμό ανάπτυξης ο οποίος φθίνει γραμμικά όλη τη χρονική περίοδο της πρώτης φάσης. Στην δεύτερη φάση ο ρυθμός αυτός παραμένει σταθερός και αποτελεί έναν φυσιολογικό ρυθμό ανάπτυξης. Ιστορικά το μοντέλο προτάθηκε το 1984 από τους Fuller και Hsia και είναι γνωστό στη διεθνή βιβλιογραφία ως H-model. Η μαθηματική διατύπωση του μοντέλου έχει ως εξής:

$$V_0 = \frac{D_0(1 + g_L)}{r - g_L} + \frac{D_0H(g_S - g_L)}{r - g_L}$$

ή

$$V_0 = \frac{D_0(1 + g_L) + D_0H(g_S - g_L)}{r - g_L}$$

όπου V_0 η αξία της μετοχής στο χρόνο μηδέν, D_0 το τρέχον μέρισμα, r το απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης της μετοχής, H το ήμισυ της πρώτης χρονικής περιόδου του μοντέλου, g_S ο ρυθμός ανάπτυξης του μερίσματος κατά την πρώτη χρονική περίοδο και g_L ο ρυθμός ανάπτυξης του μερίσματος κατά την δεύτερη χρονική περίοδο.

Σύμφωνα με τους εμπνευστές αυτού του μοντέλου ο πρώτος όρος στην παραπάνω εξίσωση αποτίμησης είναι η παρούσα αξία των μελλοντικών μερισμάτων, υποθέτοντας ότι αυτά θα αυξάνονται με ρυθμό g_L για πάντα. Ο δεύτερος όρος της εξίσωσης αποτελεί μια προσέγγιση της επιπλέον αξίας που συσσωρεύεται στην μετοχή εξαιτίας του μη φυσιολογικού υψηλού ρυθμού αύξησης της πρώτης περιόδου (υποθέτοντας ότι $g_S > g_L$). Όπως είναι φυσιολογικό, από τα παραπάνω χαρακτηριστικά του μοντέλου όσο πιο μακρόχρονη είναι η πρώτη φάση του μοντέλου και όσο πιο μεγάλος είναι ο επιπλέον ρυθμός ανάπτυξης στη ίδια φάση, ο οποίος εκφράζεται από τη διαφορά ($g_S - g_L$), τόσο μεγαλύτερη θα είναι και η αξία της υπό ανάλυση μετοχής. Κλείνοντας, πρέπει να τονιστεί πως αυτή η παραλλαγή αποτελεί ένα προσεγγιστικό μοντέλο και κατά συνέπεια όταν παρατηρείται μια ασυνήθιστα μακροχρόνια πρώτη περίοδο με υψηλό ρυθμό ανάπτυξης ή όταν η διαφορά των ρυθμών ανάπτυξης ($g_S - g_L$) είναι μεγάλη το μοντέλο μπορεί να μην δίνει σωστά αποτελέσματα. Για το λόγο αυτό έχουν αναπτυχθεί και ερευνηθεί πιο σύνθετα μοντέλα τα οποία αναλύονται παρακάτω.

4.3.3.2 Μοντέλο Αποτίμησης Τριών Διαφορετικών Φάσεων

Τα μοντέλα αυτά ανήκουν στην γενική κατηγορία των discounted dividend models, αλλά είναι πιο σύνθετα από τα προηγούμενα μοντέλα της ίδιας παραπάνω κατηγορίας. Στην βιβλιογραφία συναντώνται δυο κυρίως παραλλαγές.

Η πρώτη υποθέτει ότι σε κάθε μια από τις τρεις περιόδους ο ρυθμός ανάπτυξης παραμένει σταθερός και διαφορετικός από περίοδο σε περίοδο. Σύμφωνα με τη δεύτερη παραλλαγή αυτού του μοντέλου ο ρυθμός αύξησης του μερίσματος κατά την πρώτη περίοδο είναι υπερβολικά υψηλός και παραμένει σταθερός. Στην δεύτερη

περίοδο ο ρυθμός μειώνεται γραμμικά για να φθάσει σε ένα χαμηλότερο ρυθμό αύξησης ο οποίος θα παραμείνει σταθερός για όλη τη διάρκεια της τρίτης περιόδου. Επομένως αυτή η παραλλαγή από την αρχή της δεύτερης περιόδου και μετά είναι ίδια με το Η-μοντέλο που παρουσιάστηκε παραπάνω και έτσι μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να υπολογιστεί η εσωτερική αξία της μετοχής στο χρόνο μηδέν. Κλείνοντας αυτήν την περιγραφή των πολυσταδιακών μοντέλων αξίζει να τονιστεί ότι εξαιτίας της ραγδαίας ανάπτυξης της τεχνολογίας των ηλεκτρονικών υπολογιστών και των διάφορων υπολογιστικών τους προγραμμάτων, οι αναλυτές ακολουθούν πιο σύνθετα μοντέλα, όπου η πορεία εξέλιξης του μελλοντικού μερίσματος δεν μπορεί να ποσοτικοποιηθεί. Τα μοντέλα αυτά είναι κοινώς γνωστά ως spreadsheet models και μπορούν να πάρουν διάφορες μορφές ανάλογα πάντα με την κρίση και την εμπειρία του αναλυτή.

4.4 ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Πάνος Λ. 2010, Εναλλακτικές μέθοδοι αποτίμησης εταιριών, Μέρος Α' και Β', Δημοσίευση (<http://www.bizhelp365.gr>).
2. Γιάντσιος Δ. 2009, Μέθοδοι ανάλυσης εταιριών και αποτίμηση επιχειρήσεων, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας.
3. Κόλλια Χρ. 2008, Αποτίμηση Επιχειρήσεων, Πανεπιστήμιο Πειραιώς.
4. Λυμπερόπουλος Αντ. 2009, Χρηματοοικονομική Ανάλυση και Αποτίμηση Επιχειρήσεων, Η περίπτωση των Εισηγμένων Επιχειρήσεων στο Χ.Α, Vivartia A.B.E.E. και Coca Cola H.B.C, ΜΠΣ MBA Πανεπιστήμιο Πατρών.

5. ΜΟΝΤΕΛΑ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΕΛΕΥΘΕΡΗΣ ΤΑΜΕΙΑΚΗΣ ΡΟΗΣ

5.1 ΓΕΝΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ

Είναι αυτονόητο ότι και τα μοντέλα (free cash flow valuation models) ανήκουν επίσης στην γενική κατηγορία των μοντέλων προεξόφλησης των μελλοντικών ταμειακών ροών (discounted cash flow models). Οι αναλυτές χρησιμοποιούν κυρίως την ελεύθερη ταμειακή ροή για την εταιρία ως σύνολο (free cash flow to the firm) και την ελεύθερη ταμειακή ροή για τους κατόχους κοινών μετοχών (free cash flow to equity) για να υπολογίσουν την εσωτερική αξία των μετοχών. Όμως αυτά τα στοιχεία δεν δίνονται απευθείας στους αναλυτές μέσω των χρηματοοικονομικών καταστάσεων που δημοσιεύουν οι επιχειρήσεις. Για το λόγο αυτό οι αναλυτές θα πρέπει να είναι πολύ προσεκτικοί στους υπολογισμούς που πραγματοποιούν και να έχουν πλήρη διαίσθηση της οικονομικής σημασίας που θα έχουν οι αριθμοί που θα υπολογίσουν. Η σημαντικότητα αυτών των μοντέλων στον τομέα της ανάλυσης και αποτίμησης είναι τεράστια, καθώς μπορούν να χρησιμοποιηθούν από τους αναλυτές για την αποτίμηση εταιρειών οι οποίες δεν πληρώνουν μέρισμα ή πληρώνουν μέρισμα αλλά να διαφέρει κατά πολύ από την πραγματική δυνατότητα πληρωμής του. Στην συνέχεια θα δοθούν οι γενικοί ορισμοί της ελεύθερης ταμειακής ροής για την εταιρία ως σύνολο και της ελεύθερης ταμειακής ροής για τους κατόχους κοινών μετοχών.

Ελεύθερη ταμειακή ροή για την εταιρία ως σύνολο (free cash flow to the firm - FCFF) ονομάζεται η ταμειακή ροή που είναι διαθέσιμη προς όλους όσους παρέχουν κεφάλαια στην επιχείρηση, εφόσον έχουν ήδη πληρωθεί όλα τα λειτουργικά έξοδα (συμπεριλαμβανομένων και των φόρων) και έχουν γίνει οι απαραίτητες επενδύσεις σε απαιτούμενο κεφάλαιο κίνησης και σε επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου. Συνήθως αυτοί που παρέχουν τα κεφάλαια στις επιχειρήσεις είναι οι κάτοχοι των ομολόγων και οι κάτοχοι των κοινών μετοχών, ενώ σε κάποιες περιπτώσεις τόσο για την Ελλάδα όσο και για χώρες του εξωτερικού, εκδίδονται προνομιούχες μετοχές από τις εταιρίες. Ελεύθερη ταμειακή ροή για τους κατόχους κοινών μετοχών (free cash flow to equity - FCFE) είναι η ταμειακή ροή που διατίθεται αποκλειστικά στους κατόχους κοινών μετοχών, εφόσον έχουν πληρωθεί όλα τα λειτουργικά έξοδα, οι τόκοι και το ποσό του αρχικού δανεισθέντος κεφαλαίου, ενώ παράλληλα έχουν γίνει οι απαραίτητες επενδύσεις σε κεφάλαιο κίνησης και σε πάγιο κεφαλαιουχικό εξοπλισμό. Αξίζει να τονιστεί η ανωτερότητα της ελεύθερης ταμειακής ροής για την εταιρία ως σύνολο και της ελεύθερης ταμειακής ροής για τους κατόχους κοινών μετοχών, σε σχέση με άλλες μετρήσεις, όπως το καθαρό εισόδημα, τα κέρδη προ τόκων και φόρων, τα κέρδη προ

τόκων φόρων και αποσβέσεων ή την ταμειακή ροή από τις λειτουργικές δραστηριότητες της επιχείρησης. Οι τελευταίες κατά κάποιο τρόπο είτε υπολογίζουν διπλά είτε παραλείπουν τις ταμειακές ροές με συνέπεια να μην προκύπτουν σωστά αποτελέσματα, εάν κάποιος αναλυτής τις προεξοφλήσει για να βρει την αξία της μετοχής.

5.2 ΠΑΡΟΥΣΑ ΑΞΙΑ ΕΛΕΥΘΕΡΗΣ ΤΑΜΕΙΑΚΗΣ ΡΟΗΣ

Υπάρχουν δυο γενικοί τύποι αποτίμησης οι οποίοι χρησιμοποιούν την ελεύθερη ταμειακή ροή. Ο ένας στηρίζεται στην ελεύθερη ταμειακή ροή για την εταιρία ως σύνολο (FCFF) και ο άλλος στην ελεύθερη ταμειακή ροή για τους κατόχους κοινών μετοχών (FCFE). Η γενική μαθηματική έκφραση αυτών των μοντέλων είναι παρόμοια με αυτή των μοντέλων που βασίζονται στην προεξόφληση μερισμάτων, με τη μόνη διαφορά ότι τώρα προεξοφλούνται οι μελλοντικές ελεύθερες ταμειακές ροές αντί των μελλοντικών μερισμάτων.

Πιο αναλυτικά, η γενική μαθηματική εξίσωση του μοντέλου που στηρίζεται στην ελεύθερη ταμειακή ροή για την εταιρία ως σύνολο (FCFF), υπολογίζει την συνολική αξία της επιχείρησης σαν την παρούσα αξία των μελλοντικών FCFF οι οποίες προεξοφλούνται με το σταθμικό μέσο κόστος κεφαλαίου (WACC). Ήτοι :

$$\text{Συνολική Αξία της επιχείρησης} = \sum_{t=1}^{\infty} \text{FCFF}_t / (1+WACC)^t$$

Αξίζει να τονιστεί ότι χρησιμοποιείται το σταθμικό μέσο κόστος κεφαλαίου ως ποσοστό προεξόφλησης, επειδή ο όρος FCFF_t είναι η μετά φόρων ταμειακή ροή που πηγαίνει προς όλους τους επενδυτές της συγκεκριμένης κάθε φορά επιχείρησης. Η αξία των μετοχών βρίσκεται πλέον εύκολα, εάν από την συνολική αξία της επιχείρησης αφαιρεθεί η αγοραία αξία του χρέους (debt) της επιχείρησης. Στη συνέχεια, διαιρώντας την συνολική αξία των μετοχών με το πλήθος των μετοχών της συγκεκριμένης επιχείρησης που βρίσκονται υπό κυκλοφορία προκύπτει η αξία ανά μετοχή.

5.3 ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Το κόστος κεφαλαίου είναι το απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης το οποίο επιθυμούν οι επενδυτές μιας επιχείρησης. Επίσης, θεωρείται ως το κόστος ευκαιρίας των επενδυτών, από την άποψη ότι αυτοί είναι διατεθειμένοι να επενδύσουν σε συγκεκριμένη κάθε φορά επιχείρηση, εφόσον η αναμενόμενη απόδοση αυτής της

επένδυσης καλύπτει το κόστος κεφαλαίου, γιατί είναι δυνατόν να υπάρχουν και άλλες επενδυτικές επιλογές ίδιου βαθμού κινδύνου που είναι δυνατόν να εξασφαλίζουν την παραπάνω προϋπόθεση.

Το κόστος του κεφαλαίου είναι ένα μέγεθος που θα πρέπει να συνυπολογιστεί και το οποίο θα γνωστοποιήσει το πόση αξία παρήχθη και πόσοι πόροι δαπανήθηκαν για την παραγωγή αυτής της αξίας. Γι' αυτό το λόγο και διαδραματίζει σημαντικό ρόλο κατά την αποτίμηση της αξίας των επιχειρήσεων. Η επιχείρηση μπορεί να αποκτήσει κεφάλαιο για να χρηματοδοτήσει τις δραστηριότητές της από πολλές πηγές. Οι πιο γνωστές είναι οι εξής:

- Μετοχικό κεφάλαιο
- Προνομιούχες μετοχές (η διάκριση γίνεται γιατί οι προνομιούχες μετοχές θεωρούνται από πολλούς ως δανειακό κεφάλαιο)
- Αποθεματικά κεφάλαια (υπέρ το άρτιο, γενικά και ειδικά αποθεματικά)
- Δανεισμός από τράπεζες
- Δανεισμός μέσω χρεογράφων – αξιόγραφων
- Προμηθευτές
- Εργαζόμενοι
- Φορείς του δημοσίου - ασφαλιστικοί φορείς, κλπ.
- Εταιρίες λειτουργικής και χρηματοδοτικής μίσθωσης

Ο συνδυασμός των παραπάνω πηγών μας δίνει την κεφαλαιακή δομή της επιχείρησης. Αν είναι γνωστό από ποιες πηγές προέρχονται τα κεφάλαια της επιχείρησης, τότε αναγνωρίζεται και ο κίνδυνος που εμπεριέχουν αυτά τα κεφάλαια και γενικά η επένδυση στην επιχείρηση. Κάθε μία από τις παραπάνω πηγές έχει διαφορετικό κόστος για την επιχείρηση. Όταν η επιχείρηση θα πρέπει να αναπτυχθεί θα πρέπει να επιλέξει και τον τρόπο χρηματοδότησης της ανάπτυξης. Ένα από τα μεγαλύτερα λάθη είναι ότι οι μελετητές χρησιμοποιούν μόνο το κόστος της επιλεχθείσας πηγής χρηματοδότησης για την σύγκριση και αξιολόγηση της επένδυσης και της ανάπτυξης, χωρίς να λαμβάνουν υπόψη τους ότι:

- Η επιχείρηση δεν μπορεί να αναπτυχθεί μόνο με δανειακά κεφάλαια. Οι τράπεζες, προμηθευτές, κλπ. θα σταματήσουν κάποια στιγμή τη χρηματοδότηση γιατί ο κίνδυνος για αυτές είναι μεγάλος.

- Το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου δεν είναι μηδενικό. Οι μέτοχοι αναμένουν ότι τα κεφάλαια που επενδύουν θα έχουν απόδοση.
- Ο χρόνος χρηματοδότησης δεν είναι απεριόριστος και θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη η χρονική αξία του χρήματος.
- Πολλές φορές δεν επαρκεί μόνο μία πηγή για την χρηματοδότηση των νέων δραστηριοτήτων ή της ανάπτυξης των υπαρχόντων.

5.3.1 Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (WACC)

Η πιο ευρέως χρησιμοποιούμενη προσέγγιση για τον υπολογισμό του απαιτούμενου ποσοστού απόδοσης των επενδυτών μιας επιχείρησης είναι ο υπολογισμός του σταθμικού μέσου κόστους κεφαλαίου. Η μαθηματική διατύπωση αυτού έχει ως εξής :

$$W.A.C.C = W_D \times E_D \times (1-\phi) + W_{PS} \times E_{PS} + W_{CS} \times E_{CS}$$

όπου W_D , W_{PS} , W_{CS} είναι οι συντελεστές στάθμισης του δανεισμού, των προνομιούχων και των κοινών μετοχών αντίστοιχα, οι οποίοι προκύπτουν από την διαίρεση της αγοραίας αξίας της κάθε μιας εξ αυτών των πηγών άντλησης κεφαλαίων με τη συνολική αγοραία αξία της υπό εξέταση επιχείρησης. Οι όροι E_D , E_{PS} , και E_{CS} είναι το κόστος δανεισμού, το κόστος προνομιούχων μετοχών και το κόστος κοινών μετοχών αντίστοιχα, ενώ ϕ είναι ο συντελεστής φορολογίας της επιχείρησης. Ένα πράγμα που πρέπει να τονιστεί είναι το γεγονός ότι οι τόκοι αναγνωρίζονται φορολογικά ως έξοδο που αφαιρείται από τα έσοδα για τον προσδιορισμό του κέρδους μιας συγκεκριμένης διαχειριστικής χρήσης και για το λόγο αυτό πολλαπλασιάζουμε το E_D με $(1-\phi)$ στην παραπάνω εξίσωση.

Ολοκληρώνοντας με την περιγραφή του σταθμικού μέσου κόστους κεφαλαίου, αξίζει να σημειωθεί ότι είναι δυνατόν η επιχείρηση στο προσεχές μέλλον, να αλλάξει την χρηματοοικονομική της διάρθρωση και να αντλεί πλέον κεφάλαια σε διαφορετικές αναλογίες από ότι στην υπάρχουσα κεφαλαιακή δομή. Έτσι όπως είναι αναμενόμενο, το σταθμικό μέσο κόστος κεφαλαίου θα αλλάζει σε αναλογία πάντα με τις αλλαγές στην κεφαλαιακή δομή και θα δημιουργούνται προβλήματα στις εκτιμήσεις της αξίας της επιχείρησης. Για το λόγο αυτό, οι αναλυτές στην συντριπτική τους πλειοψηφία χρησιμοποιούν κάποιες στάθμες – στόχους και όχι τις τρέχουσες στάθμες, οι οποίες προκύπτουν μέσω υπολογιστών από τις αναλογίες της κεφαλαιακής δομής - στόχου που επιδιώκει να επιτύχει κάθε επιχείρηση.

Όπως αναφέρθηκε και παραπάνω ο υπολογισμός της αξίας της μετοχής μπορεί να γίνει και απευθείας μέσω της προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών για τους κατόχους κοινών μετοχών (FCFE). Η μαθηματική διατύπωση του μοντέλου έχει ως εξής :

$$\text{Συνολική Αξία Μετοχών} = \sum_{t=1}^{\infty} \text{FCFE}_t / (1+r)^t$$

όπου r το απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης της μετοχής. Διαιρώντας την αξία των μετοχών με τον αριθμό των κοινών μετοχών που βρίσκονται σε κυκλοφορία προκύπτει η αξία ανά μετοχή. Τέλος, ο υπολογισμός του απαιτούμενου ποσοστού απόδοσης της μετοχής μπορεί να γίνει είτε με το C.A.P.M είτε με το A.P.M ή οποιοδήποτε άλλο μοντέλο γεγονός που ισχύει και στα αντίστοιχα μοντέλα αποτίμησης που βασίζονται στην προεξόφληση των μελλοντικών μερισμάτων.

5.3.2 Capital Asset Pricing Model (CAPM)

Το μοντέλο CAPM (Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων) αποτελεί εξέλιξη της θεωρίας του Markowitz. Το μοντέλο αυτό είναι το πρώτο που κατάφερε:

- Να διαχωρίσει τον συστηματικό κίνδυνο (ο κίνδυνος που απορρέει από το εξωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης, δηλ. το πολιτικό, κοινωνικό και οικονομικό και τεχνολογικό περιβάλλον της) από τον μη συστηματικό (εξελίξεις εντός της επιχείρησης).
- Να δώσει ένα μέτρο υπολογισμού του συστηματικού κινδύνου με την προσθήκη του συντελεστή βήτα κατά τον υπολογισμό της υπεραξίας κινδύνου.
- Να δώσει ένα μέτρο σύγκρισης και εξισορρόπησης κινδύνου της επιχείρησης με την απόδοση της (μεγάλος κίνδυνος = προσδοκία για μεγάλες αποδόσεις).

Εκτός, όμως, από τα θετικά στοιχεία του CAPM οι παραδοχές που θα πρέπει να γίνουν για να χρησιμοποιηθεί το μοντέλο είναι αρκετές και είναι οι ακόλουθες:

- Η διασπορά των μετοχών είναι μεγάλη (πολλοί μικροί επενδυτές) και η διαπραγματευτική τους δύναμη μικρή (δεν μπορούν να επηρεάσουν τις τιμές).
- Όλοι οι επενδυτές έχουν τον ίδιο χρονικό ορίζοντα και τις ίδιες προσδοκίες.
- Ο επενδυτής έχει μόνο δύο επιλογές, να επενδύσει σε μετοχές ή σε ομολογίες. Ο δανεισμός για την πραγματοποίηση της επένδυσης είναι δυνατός μόνο στην περίπτωση που το επιτόκιο δανεισμού είναι το ίδιο με αυτό του μηδενικού κινδύνου.

- Το κόστος συναλλαγών είναι μηδενικό, το ίδιο και οι φόροι.
- Όλοι οι επενδυτές έχουν τις ίδιες πληροφορίες, η πληροφορίες είναι πλήρεις και ο στόχος όλων των επενδυτών είναι η μεγιστοποίηση της απόδοσης.

Το CAPM περιγράφεται από τον παρακάτω τύπο:

$$K_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$$

K_e = κόστος αποθεματικών

R_f = Απόδοση χωρίς κίνδυνο

R_m = Απόδοση χαρτοφυλακίου αγοράς

β = Ο συντελεστής βήτα μετρά την ευαισθησία της απόδοσης μιας μετοχής σε μεταβολές που επηρεάζουν το σύνολο της αγοράς.

Μετοχές με βήτα μεγαλύτερο του 1 χαρακτηρίζονται ως επιθετικές, λειτουργώντας αποδοτικά σε περίοδο ανοδικής πορείας της αγοράς αλλά και επιτείνοντας την ζημιά σε πτωτικές περιόδους. Μετοχές με βήτα μικρότερο του 1 χαρακτηρίζονται ως αμυντικές καταγράφοντας μικρότερες απώλειες από την αγορά σε περιόδους πτώσης των τιμών αλλά και μικρότερα κέρδη σε περίπτωση ανόδου των τιμών. Ο συντελεστής βήτα δεν είναι τίποτε άλλο από ένα μέτρο κινδύνου της επιχείρησης.

Για παράδειγμα η απόδοση μιας μετοχής με συντελεστή βήτα ίσο με 1,5 θα μεταβάλλεται κατά μέσο όρο 1,5 φορές περισσότερο από το σύνολο της αγοράς. Αντίθετα μια μετοχή συντελεστή βήτα ίσο με 0,5 θα μεταβάλλεται κατά μέσο όρο 0,5 φορές σε σύγκριση με την μεταβολή της αγοράς.

Στην παραπάνω εξίσωση δύο είναι οι άγνωστες παράμετροι. Το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο και η υπεραξία (premium) κινδύνου. Οι περισσότεροι μελετητές εξισώνουν το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο με το επιτόκιο απόδοσης των κρατικών ομολόγων. Είναι όμως γνωστό ότι και τα ομόλογα εμπεριέχουν έστω και μικρό κίνδυνο (συναλλαγματικής διαφοράς, επιτοκίου, κ.α.).

Και πάλι όμως, ο μελετητής θα πρέπει να επιλέξει ένα από τα πολλά κρατικά ομόλογα, αφού λάβει υπόψη του την χρονική διάρκεια ωρίμανσης, την απόδοση, τον πληθωρισμό, την αξιοπιστία της κυβέρνησης, κ.α., παράμετροι οι οποίες είναι κρίσιμες για το χαρακτηρισμό του ομολόγου ως «χωρίς κίνδυνο». Η υπεραξία κινδύνου υπολογίζεται από ιστορικά στοιχεία (είτε από μελλοντικά). Για τον υπολογισμό του βήτα θα πρέπει ο μελετητής να εκτελέσει μία παλινδρόμηση του μοντέλου:

$$\text{Απόδοση της μετοχής} = \alpha + \beta \times (\text{απόδοση της αγοράς})$$

Για την παλινδρόμηση και την μέτρηση της απόδοσης της μετοχής κα της αγοράς θα πρέπει ο μελετητής να επιλέξει την χρονική περίοδο εκτίμησης. Εάν ισχύει η αρχή της αποτελεσματικής αγοράς, τότε το χρονικό διάστημα είναι μηδέν.

5.3.3 Arbitrage Pricing Model (APM)

Ένα από τα βασικά προβλήματα του CAPM είναι ότι για τον υπολογισμό του συντελεστή βήτα χρησιμοποιήθηκε παλινδρόμηση. Η ερμηνεία και συνεπώς η καταλληλότητα του συντελεστή εξαρτάται από τον συντελεστή προσδιορισμού R². Εάν ο συντελεστής είναι 0,25, τότε ο συντελεστής βήτα «ερμηνεύει» μόλις το 25% της συνολικής διακύμανσης της αξίας της μετοχής.

Το μοντέλο APM αντικαθιστά την προσδοκώμενη απόδοση της αγοράς και τον συντελεστή βήτα με μακροοικονομικές μεταβλητές και συντελεστές ευαισθησίας και υπολογίζεται ως εξής :

$$K_{\alpha} = A_{\chi\chi} + \beta_1 x (E_1 - A_{\chi\chi}) + \beta_2 x (E_2 - A_{\chi\chi}) + \dots + \beta_n x (E_n - A_{\chi\chi})$$

K_{α} = Κόστος αποθεματικών

$A_{\chi\chi}$ = Απόδοση χωρίς κίνδυνο

E_1, E_2, E_n = Μακροοικονομικά μεγέθη (πληθωρισμός, ανεργία, ΑΕΠ, προεξοφλητικό επιτόκιο, κλπ)

$\beta_1, \beta_2, \beta_n$ = συντελεστής β

Το APM ως μοντέλο είναι πιο εύχρηστο διότι σε σχέση με το CAPM το APM απαιτεί λιγότερες παραδοχές. Το APM δεν απαιτεί όλοι οι επενδυτές να έχουν τον ίδιο χρονικό ορίζοντα και η επιλογή να στηρίζεται αποκλειστικά στην σύγκριση μεταξύ απόδοσης και κινδύνου, δεν προϋποθέτει την ανυπαρξία φόρων.

5.4 ΜΕΘΟΔΟΙ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΥ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ (FCF)

Όπως προαναφέρθηκε, η ελεύθερη ταμειακή ροή (free cash flow) δεν δίδεται απευθείας στις δημοσιευμένες ετήσιες οικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων. Αντιθέτως, ο ερευνητής θα πρέπει μέσα από τις οικονομικές καταστάσεις να αντλήσει τις απαιτούμενες πληροφορίες που χρειάζεται, για να φθάσει στον υπολογισμό της ελεύθερης ταμειακής ροής, είτε αυτή αφορά την επιχείρηση ως σύνολο, είτε μόνο τους κατόχους κοινών μετοχών. Οι πιο σημαντικές μέθοδοι υπολογισμού της ελεύθερης ταμειακής ροής είναι οι εξής :

5.4.1 Καθαρά Αποτελέσματα Χρήσης

Η ελεύθερη ταμειακή ροή για την εταιρία ως σύνολο (free cash flow to the firm) αφορά στην ταμειακή ροή που είναι διαθέσιμη προς όλους όσους παρέχουν κεφάλαια στην επιχείρηση, εφόσον έχουν ήδη πληρωθεί όλα τα λειτουργικά έξοδα (συμπεριλαμβανομένων και των φόρων) και έχουν γίνει οι απαραίτητες επενδύσεις σε απαιτούμενο κεφάλαιο κίνησης και σε επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου. Επειδή τα μη ταμειακά έξοδα δεν εμπεριέχουν την έξοδο χρημάτων από την εταιρία ο τύπος που δίνει την τιμή της είναι ο εξής :

$$\text{FCFF} = \text{Καθαρό Κέρδος} + \text{Καθαρές Μη Ταμειακές Χρεώσεις} + \text{Τόκοι} \times (1 - \varphi) - \text{Επενδύσεις Σε Πάγια Περιουσιακά Στοιχεία} - \text{Επενδύσεις Σε Κεφάλαιο Κίνησης}$$

Ο πρώτος όρος της παραπάνω εξίσωσης είναι το καθαρό κέρδος της κάθε διαχειριστικής χρήσης και εκφράζει το εισόδημα της επιχείρησης, αφού έχουν ήδη αφαιρεθεί οι αποσβέσεις, οι χρεωστικοί τόκοι, οι εταιρικοί φόροι και τα μερίσματα στους κατόχους μόνο των προνομιούχων μετοχών. Ο υπολογισμός του στοιχείου αυτού είναι εύκολος, γιατί εμφανίζεται στην τελευταία γραμμή των αποτελεσμάτων χρήσης των επιχειρήσεων.

Οι καθαρές μη ταμειακές χρεώσεις αποτελούν είτε μη ταμειακές αυξήσεις είτε μη ταμειακές μειώσεις στο διαθέσιμο εισόδημα. Ένα αντιπροσωπευτικό παράδειγμα μη ταμειακής χρέωσης είναι οι αποσβέσεις. Τα έξοδα των αποσβέσεων μειώνουν το καθαρό εισόδημα χωρίς να αποτελούν όμως ταμειακό έξοδο και για το λόγο αυτό θα πρέπει να προστεθούν ξανά για να πάρουμε την ελεύθερη ταμειακή ροή για την εταιρία ως σύνολο. Τα μετά φόρων έξοδα για τους τόκους θα πρέπει να προστεθούν πάλι στο καθαρό αποτέλεσμα για να πάρουμε την ελεύθερη ταμειακή ροή για την εταιρία ως σύνολο, γιατί τα έξοδα για τους τόκους είχαν αφαιρεθεί για τον υπολογισμό του καθαρού αποτελέσματος. Επίσης, οι τόκοι αποτελούν ταμειακή ροή διαθέσιμη για κάποιον από τους παροχείς κεφαλαίων της επιχείρησης.

Οι επενδύσεις σε πάγιο κεφαλαιουχικό εξοπλισμό αποτελούν ταμειακή εκροή για την κάθε επιχείρηση η οποία είναι απαραίτητη για την περαιτέρω ανάπτυξη και βιωσιμότητα της επιχείρησης αυτής. Τέτοιες επενδύσεις μπορεί να αποτελούν η αγορά ενός οικοπέδου, κτιρίου, εργοστασίου, εξοπλισμού ή ακόμη και η εξαγορά άλλης επιχείρησης. Ένα σημείο που θα πρέπει να προσέχουν οι αναλυτές είναι το γεγονός ότι αν επίκειται εκποίηση ενός ήδη υπάρχοντος πάγιου περιουσιακού στοιχείου τότε θα πρέπει η εισροή μετρητών από αυτό το γεγονός να αφαιρεθεί από τις προβλεπόμενες αναμενόμενες ταμειακές εκροές που θα πρέπει να γίνουν για την απόκτηση νέων

πάγιων περιουσιακών στοιχείων. Για το λόγο αυτό οι αναλυτές θα πρέπει να είναι πολύ προσεκτικοί στην πρόβλεψη των αναμενόμενων ταμειακών ροών ώστε να επιτύχουν σωστά αποτελέσματα σχετικά με την αποτίμηση των μετοχών που τους ενδιαφέρουν. Τέλος, το κεφάλαιο κίνησης υπολογίζεται εάν από το κυκλοφορούν ενεργητικό αφαιρέσουμε τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις και αυτό μπορεί εύκολα να γίνει μέσω των στοιχείων των ισολογισμών. Όμως, θα πρέπει να επισημανθεί, ότι όταν το κεφάλαιο κίνησης υπολογίζεται για σκοπούς εύρεσης των ελεύθερων ταμειακών ροών τότε τα μετρητά, τα χρηματικά ισοδύναμα, τα γραμμάτια πληρωτέα καθώς και το βραχυπρόθεσμο τμήμα της μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης θα πρέπει να αποκλειστούν από τον υπολογισμό του. Τα πρώτα (τα μετρητά και τα χρηματικά ισοδύναμα) αποκλείονται γιατί με τον υπολογισμό των ελεύθερων ταμειακών ροών η μεταβολή των μετρητών είναι αυτή που επιδιώκεται να ερμηνευθεί, ενώ τα δεύτερα αποκλείονται γιατί θεωρούνται υποχρεώσεις με σαφή κόστος τόκων και έτσι θεωρούνται ως πηγές χρηματοδότησης παρά ως λειτουργικά περιουσιακά στοιχεία.

5.4.2 Κατάσταση Ταμειακών Ροών

Οι ταμειακές ροές μιας επιχείρησης ταξινομούνται σε τρεις διαφορετικές κατηγορίες στα πλαίσια της κατάστασης ταμειακών ροών. Αυτές είναι οι ταμειακές ροές από τις λειτουργικές δραστηριότητες (operating activities) της επιχείρησης, οι ταμειακές ροές από τις επενδυτικές δραστηριότητες (investing activities) και οι ταμειακές ροές από τις χρηματοδοτικές δραστηριότητες της επιχειρηματικής οντότητας (financing activities). Οι ταμειακές ροές από τις λειτουργικές δραστηριότητες περιλαμβάνουν όλες τις ταμειακές ροές που προέρχονται από συναλλαγές και γεγονότα που δεν συμπεριλαμβάνονται στις επενδυτικές ή χρηματοδοτικές δραστηριότητες. Οι ταμειακές ροές από τις επενδυτικές δραστηριότητες περιλαμβάνουν τις εισροές και εκροές που σχετίζονται με την χρησιμοποίηση μετρητών για την απόκτηση παραγωγικού εξοπλισμού που χρησιμοποιείται από την επιχείρηση καθώς και για την απόκτηση άλλων μη ταμειακών περιουσιακών στοιχείων. Τέλος οι ταμειακές ροές από τις χρηματοδοτικές δραστηριότητες της επιχειρηματικής οντότητας περιλαμβάνουν τις εισροές και εκροές που σχετίζονται με το πώς αποκτούνται τα μετρητά που απαιτούνται για την χρηματοδότηση της συμπεριλαμβανομένης και της χρηματοδότησης των λειτουργικών της δραστηριοτήτων.

Η μαθηματική έκφραση του τύπου που μας δίνει την ελεύθερη ταμειακή ροή για την εταιρία ως σύνολο (free cash flow to the firm) είναι η εξής :

$$\text{FCFF} = \text{Ταμειακές Ροές από τις Λειτουργικές Δραστηριότητες της Επιχείρησης} + \text{Τόκοι} \times (1-\varphi) - \text{Επενδύσεις σε Πάγια Περιουσιακά Στοιχεία.}$$

όπου οι μετά τους φόρους τόκοι προσθέτονται γιατί είχαν αφαιρεθεί ώστε να φθάσουμε στο καθαρό αποτέλεσμα. Τέλος, σε αυτόν τον τρόπο υπολογισμού του FCFF δεν αφαιρούνται οι επενδύσεις σε κεφάλαιο κίνησης, γιατί πλέον εδώ οι ταμειακές ροές από τις λειτουργικές δραστηριότητες (operating activities) της επιχείρησης περιλαμβάνουν ήδη επένδυση σε κεφάλαιο κίνησης.

5.4.3 Υπολογισμός FCFE μέσω FCFF

Όπως γνωρίζουμε η ελεύθερη ταμειακή ροή για τους κατόχους κοινών μετοχών (FCFE) είναι η ταμειακή ροή που διατίθεται στους κατόχους μόνο κοινών μετοχών εφόσον έχουν πληρωθεί όλα τα λειτουργικά έξοδα, οι τόκοι και το ποσό του αρχικού δανεισθέντος κεφαλαίου ενώ παράλληλα έχουν γίνει οι απαραίτητες επενδύσεις σε κεφάλαιο κίνησης και σε πάγιο κεφαλαιουχικό εξοπλισμό. Άρα για να την υπολογίσουμε αρκεί από την ελεύθερη ταμειακή ροή για την εταιρία ως συνολική οντότητα να αφαιρέσουμε τους τόκους που πληρώνουμε στους δανειστές της επιχείρησης και στο τέλος να προσθέσουμε την καθαρή αύξηση του δανεισμού. Ο μαθηματικός τύπος της μεθόδου αυτής είναι ο εξής :

$$\text{FCFE} = \text{FCFF} - \text{Τόκοι} \times (1-\varphi) + \text{Καθαρός Δανεισμός}$$

όπου ο καθαρός δανεισμός υπολογίζεται εάν αφαιρέσουμε από το ποσό του νέου δανεισμού της περιόδου που μας ενδιαφέρει τις εξοφλήσεις χρεών που γίνονται πάλι για την συγκεκριμένη περίοδο που θέλουμε να υπολογίσουμε τις ελεύθερες ταμειακές ροές. Τέλος θα πρέπει να τονιστεί ότι η ελεύθερη ταμειακή ροή για τους κατόχους κοινών μετοχών στην ουσία εκφράζει το ποσό που θα μπορούσε η επιχείρηση για διανομή μερίσματος στους κατόχους κοινών μετοχών. Όμως στην πραγματικότητα έχει παρατηρηθεί ότι τα μερίσματα που διανέμονται είναι σε σημαντικό βαθμό υψηλότερα ή χαμηλότερα από τις ελεύθερες ταμειακές ροές και αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι η απόφαση για διανομή μερίσματος εξαρτάται από την βούληση του διοικητικού συμβουλίου κάθε επιχείρησης.

5.5 ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

Μέχρι τώρα στην παραπάνω ανάλυση έχουμε αναφέρει μεθόδους υπολογισμού είτε της ελεύθερης ταμειακής ροής για την εταιρία ως σύνολο (free cash flow to the firm) είτε της ταμειακής ροής για τους κατόχους κοινών μετοχών (free cash flow to equity) βασισμένοι πάντα σε ιστορικά λογιστικά δεδομένα. Όμως αυτοί οι υπολογισμοί είναι κατάλληλοι μόνο για αποτίμηση μετοχών για μια μόνο χρονική περίοδο. Στην πράξη όμως οι αναλυτές αποτιμούν κυρίως μετοχές στα πλαίσια πολυετών επενδυτικών οριζόντων με συνέπεια να χρειάζονται να κάνουν προβλέψεις για μελλοντικές χρονικές περιόδους. Στην διεθνή βιβλιογραφία οι στρατηγικές προβλέψεων που χρησιμοποιούνται από τους αναλυτές είναι κυρίως δυο και οι οποίες θα περιγραφούν αμέσως παρακάτω.

Η πρώτη προσέγγιση για την πρόβλεψη των ελεύθερων ταμειακών ροών είναι πιο απλή από την δεύτερη και χρησιμοποιείται σε αρκετές περιπτώσεις αποτίμησης μετοχών. Σύμφωνα με αυτήν πρώτα υπολογίζονται οι ελεύθερες ταμειακές ροές με βάση τα ιστορικά λογιστικά δεδομένα και στη συνέχεια υιοθετείται η αντίληψη ότι οι μελλοντικές ελεύθερες ταμειακές ροές ακολουθούν έναν σταθερό ρυθμό ανάπτυξης για τα επόμενα έτη. Ακόμη αξίζει να τονιστεί ότι η μέθοδος αυτή είναι κατάλληλη για αποτίμηση εταιριών που ιστορικά οι ελεύθερες ταμειακές ροές τείνουν να αυξάνονται με σταθερούς ρυθμούς και που η σχέση μεταξύ αυτών των ταμειακών ροών και των θεμελιωδών χαρακτηριστικών της επιχείρησης αναμένεται να διατηρηθεί σχεδόν σταθερή στην μελλοντική της πορεία.

Η δεύτερη στρατηγική βασίζεται στην πρόβλεψη των επιμέρους συστατικών που απαρτίζουν την ελεύθερη ταμειακή ροή όπως είναι για παράδειγμα το καθαρό εισόδημα, οι αποσβέσεις και όλες οι μη ταμειακές ροές, οι επενδύσεις σε πάγιο κεφάλαιο και οι επενδύσεις σε κεφάλαιο κίνησης χρησιμοποιώντας και πάλι ως αφετηρία τα δεδομένα από προηγούμενες λογιστικές καταστάσεις της επιχείρησης.

Τέλος όπως προκύπτει από την παραπάνω περιγραφή των δυο μεθόδων η δεύτερη είναι πιο πολύπλοκη και από άποψης διαδικασίας αλλά και από άποψης κινδύνου γιατί σύμφωνα με αυτήν λαμβάνει χώρα η κρίση του κάθε αναλυτή για την πρόβλεψη των επιμέρους στοιχείων της ελεύθερης ταμειακής ροής και κατά συνέπεια να υπάρχει πιθανότητα λάθος προβλέψεων.

5.6 ΜΟΝΤΕΛΑ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

Όπως και στα μοντέλα τα οποία βασίζονται στην προεξόφληση των μερισμάτων έτσι και στα μοντέλα αυτά γίνεται προεξόφληση των προβλεπόμενων ελεύθερων ταμειακών μελλοντικών ροών για να υπολογιστεί η εσωτερική αξία των μετοχών.

Στην αρχή θα παρουσιαστούν τα μοντέλα που είναι πιο απλά και υποθέτουν ότι οι ελεύθερες ταμειακές ροές ακολουθούν έναν σταθερό ρυθμό αύξησης – ανάπτυξης για όλη την διάρκεια της πορείας της επιχείρησης. Στη συνέχεια παρουσιάζονται πιο πολύπλοκα πολυφασικά μοντέλα τα οποία υιοθετούν διαφορετικούς ρυθμούς αύξησης των ταμειακών ροών για διακριτές φάσεις του κύκλου ζωής της επιχείρησης. Έτσι έχουμε :

5.6.1 Μοντέλα Σταθερού Ρυθμού Αύξησης (Stable Growth Models)

Όσον αφορά την ελεύθερη ταμειακή ροή για το σύνολο της επιχείρησης (free cash flow to the firm), με βάση το μοντέλο αυτό υποθέτουμε ότι αυτήν αυξάνεται με ένα σταθερό ρυθμό έστω g και έτσι η ελεύθερη ταμειακή ροή του τρέχοντος έτους ισούται με την ελεύθερη ταμειακή ροή του προηγούμενου έτους πολλαπλασιαζόμενη με το $(1+g)$. Η μαθηματική έκφραση της παραπάνω ιδιότητας γράφεται ως εξής :

$$FCFF_t = FCFF_{t-1} \times (1+g)$$

Εάν τώρα αντικαταστήσουμε τον τύπο αυτόν για τις ταμειακές ροές στη γενική μαθηματική εξίσωση του μοντέλου που παρουσιάστηκε παραπάνω και ακολουθώντας την ίδια διαδικασία που κάναμε για το μοντέλο σταθερού ρυθμού αύξησης του μερίσματος θα έχουμε :

$$\text{Συνολική Αξία της Επιχείρησης} = \sum_{t=1}^{\infty} FCFF_t / (1+WACC)^t = FCFF_1 / (WACC - g)$$

ή πιο αναλυτικά

$$\text{Συνολική Αξία της Επιχείρησης} = FCFF_0 \times (1+g) / (WACC - g)$$

Όσον αφορά τώρα την ελεύθερη ταμειακή ροή για τους κατόχους κοινών μετοχών (free cash flow to equity), με βάση το μοντέλο αυτό υποθέτουμε ότι αυτήν αυξάνεται με ένα σταθερό ρυθμό έστω g και έτσι η ελεύθερη ταμειακή ροή του τρέχοντος έτους ισούται

με την ελεύθερη ταμειακή ροή του προηγούμενου έτους πολλαπλασιαζόμενη με το $(1+g)$. Η μαθηματική έκφραση της παραπάνω ιδιότητας γράφεται ως εξής :

$$FCFE_t = FCFE_{t-1} \times (1+g)$$

Όσον αφορά τώρα την ελεύθερη ταμειακή ροή για τους κατόχους κοινών μετοχών (free cash flow to equity), με βάση το μοντέλο αυτό υποθέτουμε ότι αυτήν αυξάνεται με ένα σταθερό ρυθμό έστω g και έτσι η ελεύθερη ταμειακή ροή του τρέχοντος έτους ισούται με την ελεύθερη ταμειακή ροή του προηγούμενου έτους πολλαπλασιαζόμενη με το $(1+g)$. Η μαθηματική έκφραση της παραπάνω ιδιότητας γράφεται ως εξής :

$$\text{Συνολική Αξία Μετοχών} = \sum_{t=1}^{\infty} FCFE_t / (1+r)^t = FCFE_1 / r-g$$

ή

$$\text{Συνολική Αξία Μετοχών} = FCFE_0 \times (1+g) / (r-g)$$

όπου r είναι η απαιτούμενη απόδοση των μετοχών και μπορεί να υπολογιστεί είτε με το μοντέλο αποτίμησης κεφαλαιακών περιουσιακών στοιχείων είτε με το μοντέλο του αρμπιτράζ. Τέλος προς αποφυγή οποιασδήποτε παρερμηνείας αξίζει να τονιστεί ότι ο ρυθμός αύξησης g της ελεύθερης ταμειακής ροής για το σύνολο της επιχείρησης και ο ρυθμός αύξησης g της ελεύθερης ταμειακής ροής για τους κατόχους κοινών μετοχών δεν είναι κατά ανάγκη απαραίτητο να είναι ίσοι. Στην πράξη έχει παρατηρηθεί ότι είναι συνήθως διαφορετικοί.

5.6.2 Μοντέλα Αποτίμησης Δυο Περιόδων (Two-Stage Models)

Τα μοντέλα αυτά (two stage free cash flow models) όπως και τα αντίστοιχα τους που όμως στηρίζονται στην προεξόφληση των μερισμάτων υιοθετούν δύο φάσεις ανάπτυξης για την διαδικασία αποτίμησης και ανάλυσης μετοχών. Συνήθως στην πρώτη περίοδο οι υπό εξέταση επιχειρήσεις εμφανίζουν έναν υψηλό ρυθμό ανάπτυξης για σύντομο όμως χρονικό διάστημα ενώ στην δεύτερη περίοδο ακολουθούν έναν χαμηλότερο και πιο φυσιολογικό ρυθμό ανάπτυξης για όλη την μετέπειτα πορεία της επιχείρησης. Όμως τα μοντέλα αυτά είναι πολύ πιο σύνθετα και πολύ πιο απαιτητικά ως προς τις απαιτούμενες γνώσεις από τα αντίστοιχα μοντέλα δυο περιόδων που

στηρίζονται στην προεξόφληση των μερισμάτων. Ο κύριος λόγος που ισχύει αυτό είναι το γεγονός ότι οι αναλυτές θα πρέπει να ενσωματώσουν στην ανάλυση τους στοιχεία όπως είναι οι πωλήσεις, τα περιθώρια κέρδους, οι επενδύσεις καθώς και τα κόστη χρηματοδότησης πράγμα που στην αποτίμηση με βάση τα μερίσματα δεν είναι αναγκαίο.

Οι παραλλαγές του μοντέλου αυτού (two stage free cash flow models) που έχουν κατά καιρούς αναπτυχθεί και παρουσιάστη είτε από πρακτικούς είτε από ακαδημαϊκούς ερευνητές είναι αρκετές. Δυο είναι όμως οι πιο σημαντικές και οι οποίες χρησιμοποιούνται σε ευρεία βάση για την ανάλυση και αποτίμηση μετοχών.

Σύμφωνα με την πρώτη παραλλαγή ο ρυθμός ανάπτυξης είναι σταθερός στην πρώτη φάση του μοντέλου πριν προσεγγίσει το διατηρήσιμο ρυθμό ανάπτυξης της δεύτερης φάσης (fixed growth rates in stage 1 and stage 2). Η δεύτερη παραλλαγή του μοντέλου τώρα υιοθετεί την αντίληψη του συνεχούς μειούμενου ρυθμού ανάπτυξης κατά το πρώτο στάδιο μέχρι αυτός να προσεγγίσει το διατηρήσιμο ρυθμό ανάπτυξης της δεύτερης φάσης. Αξίζει να τονιστεί ότι αυτή η δεύτερη παραλλαγή μοιάζει με το Η-μοντέλο το οποίο παρουσιάστηκε στα μοντέλα προεξόφλησης του μερίσματος. Η γενική μαθηματική εξίσωση για το μοντέλο αποτίμησης two stage FCFF είναι η εξής:

$$\text{Συνολική Αξία της Επιχείρησης} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{FCFF}_t}{(1+\text{WACC})^t} + \left[\frac{\text{FCFF}_{n+1}}{\text{WACC}-g} \right] \times \left[\frac{1}{(1+\text{WACC})^n} \right]$$

όπου το πρώτο άθροισμα συμβολίζει την παρούσα αξία των πρώτων n FCFF των πρώτων αντίστοιχων n ετών της πρώτης περιόδου. Ο όρος $\left[\frac{\text{FCFF}_{n+1}}{\text{WACC}-g} \right]$ εκφράζει την τελική αξία της μετοχής από το χρόνο n και εξής και η οποία προεξοφλείται με το σταθμικό μέσο κόστος κεφαλαίου για να πάρουμε την παρούσα αξία της στο σήμερα, δηλαδή στο χρόνο μηδέν. Εάν από τη συνολική αξία της επιχείρησης αφαιρέσουμε την αγοραία τιμή του χρέους της επιχείρησης (value of outstanding debt) τότε θα βρούμε την αξία των μετοχών. Έπειτα αν διαιρέσουμε την αξία των μετοχών με το πλήθος των μετοχών υπό κυκλοφορία θα υπολογίσουμε την αξία ανά μετοχή (value per share).

Η γενική μαθηματική διατύπωση για το αντίστοιχο μοντέλο αποτίμησης two stage FCFE είναι η εξής :

$$\text{Συνολική Αξία Μετοχών} = \sum_{t=1}^n \text{FCFE}_t / (1+r)^t + \text{FCFE}_{n+1} / (r-g) \times [1 / (1+r)^n]$$

όπου το πρώτο άθροισμα συμβολίζει την παρούσα αξία των πρώτων n FCFE των πρώτων αντίστοιχων n ετών της πρώτης περιόδου. Ο όρος $\text{FCFE}_{n+1} / (r-g)$ εκφράζει την τελική αξία της μετοχής από το χρόνο n και εξής και η οποία προεξοφλείται με την απαιτούμενη απόδοση της μετοχής για να πάρουμε την παρούσα αξία της στο σήμερα, δηλαδή στο χρόνο μηδέν. Επίσης στην παραλλαγή αυτή χρησιμοποιήθηκε το μοντέλο σταθερού ρυθμού ανάπτυξης για να υπολογιστεί η τελική αξία της μετοχής στο χρόνο n . Βέβαια η τελική αυτή αξία θα μπορούσε να υπολογιστεί και με άλλο τρόπο όπως για παράδειγμα πολλαπλασιάζοντας το δείκτη P/E με τα προβλεπόμενα EPS της επιχείρησης. Όμως δεν υπάρχει πρόβλημα σχετικά με το ποια μέθοδο θα χρησιμοποιήσουμε για την εύρεση της τελικής αξίας αρκεί να γίνουν οι υπολογισμοί σωστά αφού η παρούσα αξία αυτής της τελικής τιμής στο χρόνο n εκπροσωπεί ένα σημαντικό ποσοστό της συνολικής παρούσας αξίας της μετοχής και τυχόν σφάλματα στον υπολογισμό της είναι δυνατόν να οδηγήσουν σε λάθος επιλογές. Κλείνοντας την περιγραφή αυτών των μοντέλων είναι σημαντικό να τονιστεί ότι ο ρυθμός ανάπτυξης g που χρησιμοποιείται στα μοντέλα αυτά είναι δυνατόν είτε να αφορά απευθείας τις FCFE και FCFE είτε τα καθαρά αποτελέσματα χρήσης ή τις πωλήσεις αφού και πάλι θα επηρεαστούν οι ελεύθερες ταμειακές ροές.

5.6.3 Μοντέλα Αποτίμησης Τριών Διαδοχικών Περιόδων (Three-Stage Models)

Όπως και στα αντίστοιχα μοντέλα αποτίμησης τα οποία βασίζονται στην προεξόφληση των μερισμάτων έτσι και σε αυτά οι αναλυτές διακρίνουν τρεις διαδοχικές φάσεις στην πορεία της επιχείρησης. Μια συνηθισμένη εκδοχή αυτών των μοντέλων είναι αυτή που υιοθετεί το γεγονός ότι ο ρυθμός ανάπτυξης παραμένει σταθερός σε κάθε μια από τις τρεις φάσεις αλλά και διαφορετικός από φάση σε φάση.

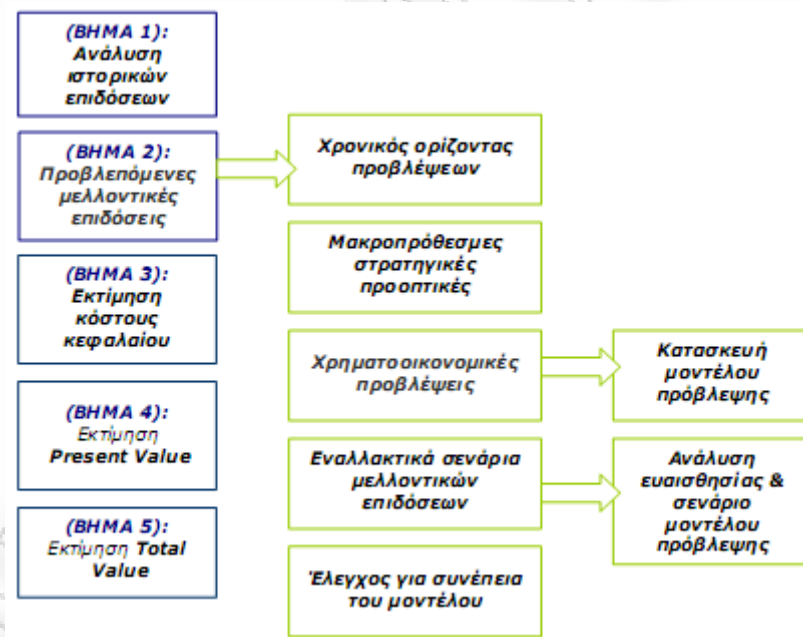
Μια δεύτερη επίσης συχνά χρησιμοποιούμενη παραλλαγή του μοντέλου αυτού είναι αυτή που υποθέτει ότι ο ρυθμός ανάπτυξης παραμένει σταθερός αλλά συνάμα σε ασυνήθιστα υψηλά επίπεδα κατά την πρώτη φάση, στη δεύτερη φάση ακολουθεί μια συνεχώς φθίνουσα πορεία και προσεγγίζει έναν σταθερό και χαμηλότερο ρυθμό ανάπτυξης στην αρχή της τρίτης φάσης τον οποίο και διατηρεί. Χρησιμοποιώντας σε συνδυασμό τους τύπους των δυο προηγούμενων μοντέλων κάθε αναλυτής είναι σε θέση να προβεί σε αποτίμηση οποιασδήποτε μετοχής, εάν βέβαια υιοθετηθεί αυτό το

μοντέλο των τριών φάσεων, όπως έγινε και στα μοντέλα τριών φάσεων που στηριζότανε όμως στην προεξόφληση μερισμάτων.

Κλείνοντας πρέπει και πάλι να τονιστεί ότι ο ρυθμός ανάπτυξης μπορεί σε αυτά τα μοντέλα να αναφέρεται, είτε απευθείας στις ελεύθερες ταμειακές ροές, είτε στις πωλήσεις. Επομένως, στην περίπτωση αυτή τα κέρδη, οι επενδύσεις σε πάγιο κεφάλαιο και σε κεφάλαιο κίνησης και οι πηγές εξωτερικής χρηματοδότησης θα εκφράζονται συναρτήσει των μεταβολών στις πωλήσεις.

5.7 Μοντέλο Copeland

Στο σχήμα που ακολουθεί παρουσιάζεται η διαδικασία που ακολουθείται για την εφαρμογή του μοντέλου αποτίμησης DCF (βήματα 1 έως και 5) σε συνδυασμό με μια υβριδική περίπτωση της μεθόδου DCF η οποία είναι γνωστή στη διεθνή βιβλιογραφία ως Μοντέλο Copeland (Copeland Model):



Εικόνα 5.1: Μοντέλο αποτίμησης DCF & Copeland Model

Το μοντέλο Copeland αποτελεί μια προσπάθεια να περιοριστούν οι όποιες συντομεύσεις στη διαδικασία της παραδοσιακής DCF μεθόδου και συνεπώς να περιορισθεί το σφάλμα. Με την εισαγωγή στρατηγικού πλάνου στη διαδικασία της αποτίμησης, με την Copeland μέθοδο, γίνεται προσπάθεια να επιλυθεί το πραγματικό πρόβλημα της αβεβαιότητας των ταμειακών ροών σε αντίθεση με την παραδοσιακή DCF μέθοδο, η οποία αποδέχεται τις ταμειακές ροές ως βέβαιες. Το μοντέλο Copeland αποτελεί μια περίπτωση υβριδικού μοντέλου αποτίμησης DCF με στοιχεία στρατηγικού πλάνου - ποιοτικής μεθόδου αλλά και χρηματοοικονομικής – ποσοτικής μεθόδου. Με

την προσθήκη του στοιχείου του στρατηγικού πλάνου στο μοντέλο του ο Copeland ισχυρίζεται ότι οι εκτιμήσεις των ταμειακών ροών γίνονται καλύτερα. Ωστόσο, αυτό το στοιχείο συμβάλλει στην αύξηση της υποκειμενικότητας κατά την εφαρμογή του μοντέλου κάτι που οι χρήστες της μεθόδου θα πρέπει να προσπαθήσουν να περιορίσουν ορθολογικά.

5.8 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Τα μοντέλα αυτά όπως προκύπτει εύκολα από τα παραπάνω χρησιμοποιούν ως εισροές για τους απαραίτητους υπολογισμούς στοιχεία από τις ετήσιες λογιστικές καταστάσεις των επιχειρήσεων. Όλες οι παραπάνω προτεινόμενοι μέθοδοι υπολογισμού της ελεύθερης ταμειακής ροής είτε αυτή αφορά το σύνολο των επενδύτων της εταιρίας είτε αυτή αφορά μόνο τους κατόχους κοινών μετοχών πάντα ξεκινούσαν τους υπολογισμούς με στοιχεία είτε των ισολογισμών είτε της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης είτε της κατάστασης ταμειακών ροών. Όμως πολλές φορές αυτές οι πληροφορίες είναι συγκεχυμένες και δεν γίνονται άμεσα αντιληπτές από τους αναλυτές λόγω πολύπλοκων δραστηριοτήτων που μπορεί να αναπτύξουν αυτές οι επιχειρήσεις. Τέτοιες δυσκολίες προκύπτουν κυρίως εάν η υπό εξέταση επιχείρηση προχωρήσει σε εξαγορές άλλων επιχειρήσεων ή εάν διατηρεί υποκαταστήματα σε χώρες πέραν της χώρας που διατηρεί την έδρα της. Έτσι είναι δυνατόν να παρουσιάζονται διαφορές στους λογαριασμούς από κατάσταση σε κατάσταση και για το λόγο αυτό οι αναλυτές είναι αναγκασμένοι να είναι πολύ προσεκτικοί και να κάνουν τις απαιτούμενες προσαρμογές στα δεδομένα των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων πριν ξεκινήσουν οποιοσδήποτε υπολογισμούς των ελεύθερων ταμειακών ροών.

Όσον αφορά τώρα τη σύγκριση των μοντέλων αυτής της κατηγορίας με τα μοντέλα προεξόφλησης του μερίσματος θεωρητικά δεν υπάρχει κάποιο σημείο που να καθιστά την μια κατηγορία να υπερτερεί έναντι της άλλης. Στην πράξη όμως καθώς οι αναλυτές προχωρούνε στην αποτίμηση των επιχειρήσεων και στην αξιολόγηση των μετοχών τους ίσως κάποιο μοντέλο να υπερτερεί του άλλου ανάλογα πάντα των περιστάσεων. Γενικά, αρκετές επιχειρήσεις δεν διανέμουν καθόλου ή διανέμουν πολύ μικρά μερίσματα γεγονός που δυσκολεύει τους αναλυτές κατά τη διαδικασία της αξιολόγησης εφόσον είναι αναγκασμένοι να προβλέψουν το πότε θα αρχίσει η εταιρία την διανομή των μερισμάτων και το πότε αυτά θα προσεγγίσουν ένα αξιόλογο επίπεδο μεγέθους. Ακόμη το ποσό των μερισμάτων εξαρτάται από την κρίση και τη βούληση διοικητικού συμβουλίου με συνέπεια η ποσότητα τους να μην αντικατοπτρίζει την κερδοφορία της επιχείρησης. Δηλαδή με άλλα λόγια μέρισμα είναι η ταμειακή ροή που καταλήγει στους μετόχους ενώ η ελεύθερη ταμειακή ροή για τους κατόχους κοινών μετοχών είναι η

ταμειακή ροή που καταλήγει στους μετόχους εάν αυτοί διατηρούν τον έλεγχο της επιχείρησης.

Αν και στις περισσότερες των περιπτώσεων τα μερίσματα και η αντίστοιχη ελεύθερη ταμειακή ροή για την ίδια πάντα επιχείρηση διαφέρουν, η αποτίμηση μιας μετοχής είτε με την μια μέθοδο είτε με την άλλη θα αποφέρει σχεδόν τα ίδια αποτελέσματα. Και αυτό γιατί οι ίδιες οικονομικές συνθήκες που θα έχουν ως συνέπεια την διανομή χαμηλών μερισμάτων θα έχουν και ως συνέπεια τη δημιουργία χαμηλών ελεύθερων ταμειακών ροών για τους κατόχους κοινών μετοχών. Τέλος έχει παρατηρηθεί ότι κάποιοι αναλυτές προκειμένου να αποφύγουν την χρονοβόρα και επίπονη διαδικασία προσαρμογής των λογιστικών δεδομένων για τον υπολογισμό των ελεύθερων ταμειακών ροών προεξοφλούν τα κέρδη ή άλλα συναφή λογιστικά δεδομένα όπως το καθαρό αποτέλεσμα, τα κέρδη προ τόκων και φόρων ή την ταμειακή ροή που προκύπτει από τις λειτουργικές δραστηριότητες της επιχείρησης με συνέπεια να έχουμε συστηματική υπερτίμηση ή υποτίμηση των μετοχών. Για το λόγο αυτό η εφαρμογή αυτού του μοντέλου θα πρέπει να εκτελείται ύστερα από λεπτομερή έλεγχο και εξέταση της φορολογικής νομοθεσίας και των λογιστικών προτύπων της αντίστοιχης χώρας στην οποία δραστηριοποιείται και εδρεύει η συγκεκριμένη κάθε φορά επιχείρηση.

Κλείνοντας αυτήν την ενότητα που αφορά αυτήν την κατηγορία των μοντέλων αξίζει να τονιστεί ότι σε όλους τους παραπάνω υπολογισμούς υποτέθηκε ότι η υπό ανάλυση επιχείρηση δεν χρησιμοποιεί για την χρηματοδότηση της προνομιούχης μετοχές αφού η περίπτωση αυτή σπάνια παρατηρείται στο επιχειρηματικό γίγνεσθαι. Όταν χρειαστεί να συμπεριληφθούν στην ανάλυση και οι προνομιούχης μετοχές δεν χρειάζεται παρά μια μικρή προσαρμογή στους παραπάνω τύπους υπολογισμού των ελεύθερων ταμειακών ροών. Συγκεκριμένα στον υπολογισμό της ελεύθερης ταμειακής ροής για όλους τους παροχές κεφαλαίων προς την επιχείρηση θα πρέπει στην περίπτωση αυτή να προστεθούν και τα μερίσματα που διανεμήθηκαν στους κατόχους των προνομιούχων μετοχών. Δηλαδή η ύπαρξη προνομιούχων μετοχών έχει τις ίδιες συνέπειες για την επιχείρηση με αυτές που επιφέρει η έκδοση χρέους (π.χ. ομολόγων) με τη μόνη διαφορά ότι τα μερίσματα που πληρώνονται σε αυτή την κατηγορία των μετόχων δεν είναι αφαιρετικά των τόκων. Τέλος, εάν μια επιχείρηση έχει πολλά μη λειτουργικά (non-operating) περιουσιακά στοιχεία (π.χ. εδαφικές εκτάσεις, πλεονάζοντα ρευστά διαθέσιμα κτλ) για να υπολογίσουμε τη συνολική αξία της επιχείρησης θα πρέπει στην τιμή που θα προκύψει από το παραπάνω μοντέλο να προσθέσουμε και την τιμή αυτών των περιουσιακών στοιχείων για να είναι η αποτίμηση μας πιο αντικειμενική σε σχέση με την πραγματικότητα.

5.9 ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Πάνος Λ. 2010, Εναλλακτικές μέθοδοι αποτίμησης εταιριών, Μέρος Α' και Β', Δημοσίευση (<http://www.bizhelp365.gr>).
2. Γιάντσιος Δ. 2009, Μέθοδοι ανάλυσης εταιριών και αποτίμηση επιχειρήσεων, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας.
3. Κόλλια Χρ. 2008, Αποτίμηση Επιχειρήσεων, Πανεπιστήμιο Πειραιώς.
4. Λυμπερόπουλος Αντ. 2009, Χρηματοοικονομική Ανάλυση και Αποτίμηση Επιχειρήσεων, Η περίπτωση των Εισηγμένων Επιχειρήσεων στο Χ.Α, Vivartia A.B.E.E. και Coca Cola H.B.C, ΜΠΣ MBA Πανεπιστήμιο Πατρών.

6. ΜΟΝΤΕΛΑ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ

6.1 ΓΕΝΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ

Η έννοια του υπολειμματικού εισοδήματος (residual income) τα τελευταία χρόνια έχει συγκεντρώσει το ενδιαφέρον τόσο της ακαδημαϊκής κοινότητας όσο και των πρακτικών αναλυτών. Έχει επίσης χρησιμοποιηθεί τόσο για τη μέτρηση της δημιουργίας αξίας για τους υπάρχοντες φορείς της επιχείρησης όσο και για την αποτίμηση μεμονωμένων μετοχών και είναι η πτυχή που μας ενδιαφέρει για την παρούσα εργασία. Στην διεθνή βιβλιογραφία συναντάται ως οικονομικό κέρδος (economic profit), μη κανονικό κέρδος (abnormal earnings) και ως οικονομική προστιθέμενη αξία (economic value added).

Το υπολειμματικό εισόδημα σαν έννοια ισούται με τα καθαρά αποτελέσματα χρήσης (net income) ένα από αυτά αφαιρεθεί το κόστος ευκαιρίας (opportunity cost) που απαιτείται για να κατορθώσει μια επιχείρηση να επιτύχει αυτά τα αποτελέσματα. Σύμφωνα με έναν πιο επιστημονικό ορισμό, το υπολειμματικό εισόδημα ορίζεται ως το καθαρό λειτουργικό εισόδημα που δημιουργείται από την επιχείρηση πάνω από την ελάχιστη απαιτούμενη απόδοση επί των λειτουργικών της στοιχείων. Από την αναλυτική επεξεργασία του παραπάνω ορισμού εύκολα μπορεί κανείς να διαπιστώσει τη μεγάλη σημασία που έχει η έννοια του υπολειμματικού εισοδήματος είτε στην διαδικασία της μέτρησης της δημιουργίας αξίας είτε στην αποτίμηση μετοχών.

Πράγματι, σύμφωνα με τις καθιερωμένες παραδοσιακές πρακτικές της λογιστικής η κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης για τον προσδιορισμό του καθαρού αποτελέσματος παρουσιάζει μόνο το κόστος δανεισμού ως έξοδο με την μορφή των τόκων που είναι υποχρεωμένη οποιαδήποτε εταιρία να πληρώσει για τα ξένα κεφάλαια που έχει δανειστεί. Πουθενά κατά τη διαδικασία κατάρτισης αυτών των λογιστικών καταστάσεων δεν παρουσιάζεται το κόστος των ιδίων κεφαλαίων που χρησιμοποιεί η εκάστοτε επιχείρηση για την χρηματοδότηση της. Έτσι με βάση αυτές τις πρακτικές είναι δυνατόν κάποια επιχείρηση να παρουσιάζει θετικό καθαρό αποτέλεσμα αλλά να μην δημιουργεί αξία για τους μετόχους της αφού είναι πιθανόν αυτό να μην υπερβαίνει το κόστος των ιδίων κεφαλαίων της (cost of equity). Την πρακτική αυτή αδυναμία ήρθε να καλύψει η έννοια του υπολειμματικού εισοδήματος μιας και τα τελευταία χρόνια η δημιουργία περιουσίας για τους μετόχους, η οποία εκφράζεται ως η μεγιστοποίηση της αξίας των κεφαλαίων που έχουν τοποθετηθεί στην επιχείρηση, έχει αναχθεί ως κορυφαίος στόχος της διοίκησης της επιχείρησης.

6.2 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ

Όπως αναφέρθηκε και προηγουμένως, η έννοια του υπολειμματικού εισοδήματος μετρά το οικονομικό κέρδος της κάθε επιχείρησης και όχι απλά το λογιστικό κέρδος. Έτσι με βάση αυτό το μέγεθος, ο κάθε οικονομικός αναλυτής είναι σε θέση να διαπιστώσει εάν η εκάστοτε επιχείρηση μπορεί να καλύψει με το καθαρό αποτέλεσμα που πέτυχε το συνολικό κόστος και των ιδίων και των ξένων κεφαλαίων που έχει χρησιμοποιήσει. Ένας απλός τύπος υπολογισμού του υπολειμματικού εισοδήματος για το κάθε οικονομικό έτος προκύπτει εάν από το καθαρό αποτέλεσμα χρήσης (net income) αφαιρέσουμε το κόστος των ιδίων κεφαλαίων οπότε έτσι προκύπτει το υπολειμματικό εισόδημα. Φυσικά εάν η επιχείρηση χρησιμοποιεί και προνομιούχες μετοχές για την χρηματοδότηση της τότε για τον υπολογισμό του υπολειμματικού εισοδήματος θα πρέπει από το καθαρό εισόδημα να αφαιρεθούν τα μερίσματα για τους προνομιούχους μετόχους.

Ένας πιο επιστημονικά τεκμηριωμένος τύπος επίσης για την εύρεση του υπολειμματικού εισοδήματος προκύπτει εάν αφαιρέσουμε από το λειτουργικό κέρδος της επιχείρησης μετά από φόρους (NOPAT) το γινόμενο του σταθμισμένου κόστους κεφαλαίου επί το σύνολο των ιδίων και ξένων κεφαλαίων που φέρουν τόκους. Δηλαδή ο τύπος μαθηματικά θα γράφεται ως εξής :

$$\text{Υπολειμ. Εισόδημα} = \text{NOPAT} - (\text{W.A.C.C} \times \text{κεφάλαιο})$$

όπου τα υπολειμματικά εισοδήματα προεξοφλούνται για την εύρεση της εσωτερικής αξίας κάθε υπό ανάλυση μετοχής.

6.3 ΜΟΝΤΕΛΟ ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ

Όπως τονίστηκε και προηγουμένως το υπολειμματικό εισόδημα φανερώνει την αξία που δημιουργείται για τους μετόχους της επιχείρησης εάν βέβαια τα αποτελέσματα της επιχείρησης καλύπτουν καταρχήν το συνολικό κόστος κεφαλαίων που χρησιμοποιούνται. Έτσι εταιρίες οι οποίες παρουσιάζουν κέρδη μεγαλύτερα από το συνολικό κόστος κεφαλαίων θα πρέπει μακροπρόθεσμα να παρουσιάζουν αξία μεγαλύτερη αυτή της λογιστικής τους αξίας εξαιτίας της επιπρόσθετης δημιουργίας αξίας που συντελείται στους κόλπους της. Όμοια και για μια επιχείρηση που παρουσιάζει κέρδη λιγότερα από το κόστος των συνολικών κεφαλαίων της μακροπρόθεσμα θα παρουσιάζει αξία μικρότερη από την αντίστοιχη της λογιστική αξία

επειδή θα καταστρέφεται παρά θα δημιουργείται καινούργια αξία για τους μετόχους της. Βασιζόμενο πάνω στη λογική αυτή το μοντέλο της αποτίμησης με βάση το υπολειμματικό εισόδημα (residual income model) επιχειρεί να υπολογίσει την εσωτερική αξία της κάθε μετοχής έχοντας ως αρχικό σημείο της παρούσα λογιστική αξία ανά μετοχή και προσθέτοντας την νεοδημιουργηθείσα αξία για κάθε μετοχή προεξοφλώντας τα μελλοντικά αναμενόμενα υπολειμματικά εισοδήματα. Η γενική μαθηματική εξίσωση έχει ως εξής :

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

ή

$$V_0 = B_0 + \sum_{t=1}^{\infty} (E_t - r \times B_{t-1}) / (1+r)^t$$

όπου, V_0 είναι η παρούσα αξία ανά μετοχή, B_0 η παρούσα λογιστική αξία ανά μετοχή, B_t η αναμενόμενη λογιστική αξία ανά μετοχή στο χρόνο t , r το απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων (cost of equity), E_t τα αναμενόμενα κέρδη ανά μετοχή στο χρόνο t και RI_t το αναμενόμενο υπολειμματικό εισόδημα ανά μετοχή στην χρονική περίοδο t .

6.4 ΠΑΡΑΛΛΑΓΕΣ ΤΟΥ ΜΟΝΤΕΛΟΥ

Όπως και οι προηγούμενες κατηγορίες μοντέλων έτσι και για αυτή έχουν αναπτυχθεί αρκετές παραλλαγές της βασικής μαθηματικής εξίσωσης που παρουσιάστηκε παραπάνω. Παρακάτω περιγράφονται αναλυτικά αυτές οι κατηγορίες ξεκινώντας από την πιο απλή και φθάνοντας στην πιο πολύπλοκη.

6.4.1 Μοντέλο Διακριτής Περιόδου

Αυτή η παραλλαγή μοιάζει κατά πολύ το μοντέλο του σταθερού ρυθμού αύξησης του μερίσματος. Σύμφωνα με αυτό υποτίθεται ότι ο δείκτης ROE της υπό εξέταση επιχείρησης παραμένει σταθερός για όλη την διάρκεια του επενδυτικού ορίζοντα και ότι τα κέρδη αυξάνονται με σταθερό ρυθμό για πάντα. Λαμβάνοντας υπόψιν αυτές τις προϋποθέσεις και ξεκινώντας από την γενική εξίσωση παρατηρούμε ότι ο δεύτερος όρος:

$$\sum_{t=1}^{\infty} [(ROE_t - r) \times B_{t-1}] / (1+r)^t$$

τείνει στο $[(ROE - r) / r - g] \times B_0$ καθώς το t τείνει στο άπειρο, οπότε ο τύπος που μας δίνει την αξία μιας μετοχής σύμφωνα με την παραλλαγή αυτήν είναι ο εξής :

$$V_0 = B_0 + [(ROE - r) / r - g] \times B_0$$

όπου τα σύμβολα έχουν την ίδια έννοια που είχαν και στην βασική μαθηματική εξίσωση.

Κλείνοντας την περιγραφή αυτής της παραλλαγής είναι σημαντικό να τονιστούν δύο βασικά σημεία. Πρώτον, εάν μια επιχείρηση παρουσιάζει δείκτη ROE μεγαλύτερο από το κόστος ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης (cost of equity) τότε η αντίστοιχη μετοχή της θα αποτιμάται σε αξία μεγαλύτερη αυτή της λογιστικής της αξίας. Εάν το κόστος είναι ίσο με το δείκτη αυτόν τότε η μετοχή θα έχει αξία ίση με τη λογιστική της αξία. Ενώ εάν ο δείκτης είναι μικρότερος του κόστους, τότε η αξία της μετοχής που θα βρει ένας αναλυτής θα είναι μικρότερη της λογιστικής της αξίας.

Τέλος, θα πρέπει να τονιστεί η μη συμβατότητα της υπόθεσης του μοντέλου που αφορά τη σταθερότητα του δείκτη ROE με την πραγματικότητα. Και αυτό γιατί έχει παρατηρηθεί ότι εάν μια επιχείρηση παρουσιάσει υψηλό δείκτη ROE, τότε και άλλοι ανταγωνιστές θα επιχειρήσουν να εισέλθουν στον κλάδο συρρικνώνοντας τα περιθώρια κέρδους. Αντίθετα, εάν ένας κλάδος παρουσιάζει χαμηλά επίπεδα αυτού του δείκτη, τότε αρκετές επιχειρήσεις θα τον εγκαταλείψουν και αυτή η αποσυμφόρηση θα τείνει τελικά να αυξάνει τον δείκτη αυτό για τις επιχειρήσεις που παραμένουν.

6.4.2 Πολυσταδιακά Μοντέλα Αποτίμησης

Όπως και στις προηγούμενες κατηγορίες των μοντέλων αποτίμησης υπήρχαν πέραν των απλών μοντέλων μιας περιόδου και μοντέλα διακριτών μεταξύ τους φάσεων-περιοδών έτσι και σε αυτήν την κατηγορία ισχύει το ίδιο. Οηλαδή ο επενδυτικός ορίζοντας διαχωρίζεται σε διαφορετικές μεταξύ τους χρονικές περιόδους όπου στις πρώτες γίνονται από τους αναλυτές προβλέψεις των μελλοντικών τιμών του υπολειμματικού εισοδήματος ενώ στην αρχή της τελευταίας φάσης που θεωρητικά προσεγγίζει το άπειρο γίνεται η εκτίμηση της τελικής τιμής (terminal value) του υπολειμματικού εισοδήματος το οποίο συνεχίζει να δημιουργείται θεωρητικά ως το άπειρο. Όμως για την συγκεκριμένη αυτή κατηγορία μοντέλων η εκτιμηθείσα αυτή τελική τιμή δεν αντιπροσωπεύει μεγάλο ποσοστό της συνολικής αξίας της μετοχής

όπως γινόταν στα αντίστοιχα μοντέλα προεξόφλησης μερισμάτων ή ελεύθερων ταμειακών ροών. Εδώ πλέον η λογιστική τιμή αντιπροσωπεύει ένα μεγάλο ποσοστό της συνολικής εσωτερικής αξίας της κάθε υπό εξέταση μετοχής. Για το λόγο αυτό τα σπουδαιότερα πολυφασικά αυτά μοντέλα κυρίως είτε υποθέτουν ότι κατά την τελευταία φάση το υπολειμματικό εισόδημα συνεχίζει να κινείται σε θετικά επίπεδα είτε γίνεται μηδέν από την αρχή της είτε τέλος προσεγγίζει το μηδέν σταδιακά καθώς ο δείκτης ROE προσεγγίζει το κόστος των ιδίων κεφαλαίων.

Ένα από τα πιο αξιολογούμενα πολυσταδιακά μοντέλα αποτίμησης με βάση το υπολειμματικό εισόδημα το οποίο προτάθηκε από τον Bauman (1999) υποθέτει ότι μετά το τέλος του πεπερασμένου χρονικού ορίζοντα T υπάρχει ένα πριμ για την μετοχή το οποίο δημιουργείται από την διαφορά στην τιμή της μετοχής και της λογιστικής αξίας της στο χρόνο T . Η μαθηματική εξίσωση αυτού του μοντέλου είναι η εξής :

$$V_0 = B_0 + \sum_{t=1}^T [E_t - r \times B_{t-1}] / (1+r)^t + [P_T - B_T] / (1+r)^T$$

ή

$$V_0 = B_0 + \sum_{t=1}^T [(ROE_t - r) \times B_{t-1}] / (1+r)^t + [P_T - B_T] / (1+r)^T$$

Μάλιστα αξίζει να τονιστεί ότι όσο πιο μακρόχρονη είναι η χρονική περίοδος T για την οποία γίνεται η πρόβλεψη του υπολειμματικού εισοδήματος τόσο πιο αυξημένη είναι η πιθανότητα το υπολειμματικό εισόδημα να τείνει προς το μηδέν. Έτσι για μακροχρόνιες περιόδους πρόβλεψης ο κάθε αναλυτής είναι προτιμότερο να θέτει τον όρο $[P_T - B_T] / (1+r)^T$ σαν μηδέν ενώ για βραχυπρόθεσμες περιόδους πρόβλεψης να προσθέτει ένα αξιόλογο πριμ έναντι της λογιστικής αξίας.

Ένα άλλο πολυσταδιακό μοντέλο αυτής της κατηγορίας προτάθηκε από τους Lee και Swaminathan (1999) καθώς και Lee, Myers και Swaminathan (1999). Σύμφωνα με αυτό το μοντέλο το υπολειμματικό εισόδημα προβλέπεται για μια πεπερασμένη χρονική περίοδο T και στην συνέχεια υποτίθεται ότι το υπολειμματικό εισόδημα του τελευταίου έτους αυτής της περιόδου συνεχίζει να αυξάνεται με τον ίδιο ρυθμό οπότε προεξοφλείται σαν ράντα για να πάρουμε έτσι μια εκτίμηση της τελικής τιμής στο χρόνο T . Τέλος, ένα άλλο μοντέλο αυτής της κατηγορίας παρουσιάστηκε από τους Dechow, Hutton, και Sloan (1998) σύμφωνα με το οποίο το υπολειμματικό εισόδημα φθίνει συνεχώς. Η μαθηματική διατύπωση του μοντέλου είναι η ακόλουθη :

$$V_0 = B_0 + \sum_{t=1}^{T-1} [E_t - r \times B_{t-1}] / (1+r)^t + [E_T - r \times B_{T-1}] / (1+r-\omega) \times (1+r)^{T-1}$$

όπου το ω ονομάζεται παράγοντας επιμονής (persistence factor) και παίρνει τιμές μεταξύ του μηδέν και του ένα. Η τιμή ένα σημαίνει ότι το υπολειμματικό εισόδημα θα συνεχίσει να δημιουργείται θεωρητικά μέχρι το άπειρο ενώ η τιμή μηδέν σημαίνει ότι το υπολειμματικό εισόδημα δεν θα δημιουργείται μετά το τέλος της αρχικής χρονικής περιόδου T που γίνονται οι προβλέψεις. Τέλος, σύμφωνα με την ίδια έρευνα η οποία αφορούσε δεδομένα εταιριών μεταξύ 1976 και 1995 η τιμή που είχε το ω ήταν 0.62.

6.5 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Θεωρητικά όλα τα μοντέλα αποτίμησης μετοχών είναι εξίσου ισοδύναμα. Όμως στην πράξη και ανάλογα πάντα με τα χαρακτηριστικά της υπό εξέταση μετοχής έχει αποδειχθεί ότι κάποιο μοντέλο υπερτερεί των άλλων. Ένα σημαντικό προτέρημα του μοντέλου του υπολειμματικού εισοδήματος είναι το γεγονός ότι αντιλαμβάνεται γρηγορότερα τη δημιουργία αξίας έναντι των άλλων δυο κατηγοριών μοντέλων που παρουσιάστηκαν πιο πάνω και είναι τα discounted dividend models και discounted free cash flow models. Αυτό εύκολα γίνεται κατανοητό από το γεγονός ότι η εκτιμηθείσα τελική αξία εδώ αντιπροσωπεύει ένα μικρό ποσοστό της συνολικής αξίας της υπό εξέταση μετοχής. Συμπεριλαμβανομένης μάλιστα της αβεβαιότητας των οικονομικών συνθηκών και της απορρέουσας δυσκολίας πραγματοποίησης πετυχημένων προβλέψεων το γεγονός αυτό δίνει ένα ισχυρό προβάδισμα σε αυτό το μοντέλο έναντι των άλλων αφού τα δεύτερα βασίζονται κατά πολύ σε εκτιμήσεις της τελικής αξίας.

Ένα επίσης σπουδαίο χαρακτηριστικό αυτών των μοντέλων είναι το γεγονός ότι μπορούν πολύ εύκολα να εφαρμοστούν για αποτίμηση μετοχών των οποίων οι αντίστοιχες εταιρίες δεν πληρώνουν μερίσματα στους μετόχους τους. Ακόμη, το μοντέλο αυτό μπορεί να χρησιμοποιηθεί για αποτίμηση μετοχών των οποίων οι ελεύθερες ταμειακές ροές δεν μπορούν να προβλεφθούν ή οι προβλέψιμες ελεύθερες ταμειακές ροές είναι αρνητικές ή μηδενικές.

Κλείνοντας την περιγραφή των πλεονεκτημάτων αξίζει να τονιστεί ότι όλα τα δεδομένα που απαιτούνται ως εισροές για να λειτουργήσει το μοντέλο βρίσκονται ελεύθερα διαθέσιμα μέσα στις δημοσιευμένες χρηματοοικονομικές καταστάσεις και δεν απαιτείται εσωτερική πληροφόρηση.

Όμως τα λογιστικά αυτά δεδομένα είναι δυνατόν να υποστούν κάποιες στρεβλώσεις ή αλλοιώσεις από τη διοίκηση των επιχειρήσεων στην προσπάθειά τους να

ωραιοποιήσουν την χρηματοοικονομική κατάσταση των επιχειρήσεων τους αποκρύπτοντας κάποιες υποχρεώσεις από τον ισολογισμό. Ακόμη τα λογιστικά αυτά δεδομένα εξαιτίας των διαφορών που υπάρχουν στις λογιστικές και φορολογικές πρακτικές σε διεθνές επίπεδο απαιτούν πάντα έλεγχο και κατάλληλες τροποποιήσεις ή προσαρμογές εκ μέρους των αναλυτών. Τέτοιου είδους προσαρμογές μπορεί να υπάρξουν για παράδειγμα όταν υπάρχουν άυλα πάγια περιουσιακά στοιχεία τα οποία επηρεάζουν την λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων ενώ δεν εμφανίζονται στον ισολογισμό. Ακόμη κάποιες εταιρίες προσπαθούν να παρουσιάζουν τα κέρδη τους και τα περιουσιακά τους στοιχεία με μεγέθη που δεν ανταποκρίνονται στην πραγματικότητα ή να παρουσιάζουν μελλοντικά κέρδη στην τρέχουσα χρήση και να μεταθέτουν έξοδα της τρέχουσας χρήσης σε μεταγενέστερες χρήσεις με συνέπεια να απαιτείται προσεκτική και εμπειριστατωμένη ανάλυση καθώς και άρτια γνώση για να επιτύχουμε σωστή επιλογή μετοχών. Τέλος, το γεγονός ότι ο υπολογισμός του υπολειμματικού εισοδήματος στηρίζεται στην γνωστή λογιστική αρχή διεθνώς ως «clean surplus accounting» αποτελεί ένα μειονέκτημα γιατί έχει παρατηρηθεί ότι αυτή η αρχή συχνά καταστρατηγείται κατά τη σύνταξη των οικονομικών καταστάσεων.

6.6 ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Γιάντσιος Δ. 2009, Μέθοδοι ανάλυσης εταιριών και αποτίμηση επιχειρήσεων, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας.
2. Κόλλια Χρ. 2008, Αποτίμηση Επιχειρήσεων, Πανεπιστήμιο Πειραιώς.
3. Λυμπερόπουλος Αντ. 2009, Χρηματοοικονομική Ανάλυση και Αποτίμηση Επιχειρήσεων, Η περίπτωση των Εισηγμένων Επιχειρήσεων στο Χ.Α, Vivartia A.B.E.E. και Coca Cola H.B.C, ΜΠΣ MBA Πανεπιστήμιο Πατρών.

7. ΜΟΝΤΕΛΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΒΑΣΗ ΔΕΙΚΤΩΝ ΑΓΟΡΑΣ

7.1 ΓΕΝΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ

Αυτή η κατηγορία μοντέλων για την ανάλυση και αποτίμηση μετοχών είναι διαφορετική από τις προηγούμενες γιατί δεν θεμελιώνεται πάνω στην ιδέα της προεξόφλησης των μελλοντικών ταμειακών ροών είτε οι ροές αυτές αποτελούν μέρος είτε υπολειμματικό εισόδημα είτε τέλος ελεύθερη ταμειακή ροή. Είναι η πιο ευρύτατα χρησιμοποιούμενη μέθοδος αποτίμησης καθώς επίσης και η πιο απλή αφού γίνεται κατανοητή και από τους άπειρους ακόμη επενδυτές ενώ ο ημερήσιος οικονομικός τύπος σε καθημερινή βάση δημοσιεύει αυτούς τους δείκτες για κάθε μετοχή ξεχωριστά. Γενικά αυτοί οι δείκτες δεν είναι τίποτα άλλο παρά ένα απλό κλάσμα με αριθμητή πάντα την αγοραία τιμή της μετοχής και παρονομαστή κάποιο μέγεθος που εκφράζει δημιουργία αξίας όπως για παράδειγμα κέρδη ή πωλήσεις κτλ.

Έτσι μέσω των δεικτών αυτών οι αναλυτές είναι σε θέση να αποφανθούν εάν η μετοχή είναι υπερτιμημένη, σωστά τιμολογημένη ή υποτιμημένη αφού στην ουσία αυτοί οι δείκτες εκφράζουν τι αγοράζει η μετοχή σε όρους των παραπάνω μεγεθών που εκφράζουν την δημιουργία αξίας (π.χ κέρδη, πωλήσεις κτλ).

Όμως η αριθμητική τιμή του δείκτη από μόνη της δεν εκφράζει ικανό αριθμό πληροφοριών για να αποφανθούμε ως προς το εάν η υπό εξέταση μετοχή είναι σωστά τιμολογημένη. Συνήθως ο κάθε δείκτης μιας μετοχής αφού πρώτα υπολογιστεί συγκρίνεται με έναν δείκτη που θεωρείται πρότυπο (benchmark) σε συνάρτηση πάντα με τα χαρακτηριστικά της αντίστοιχης εταιρίας (method of comparables). Το θεωρητικό υπόβαθρο αυτής της μεθόδου έγκειται στο γεγονός ότι παρόμοια περιουσιακά στοιχεία θα πρέπει να έχουν και παρόμοιες τιμές. Σαν πρότυπο για τον κάθε δείκτη κατά καιρούς έχει παρατηρηθεί να χρησιμοποιείται είτε ο δείκτης μιας άλλης μετοχής με τα ίδια σχεδόν χαρακτηριστικά, είτε ο μέσος όρος του δείκτη της ίδιας της μετοχής για τα παρελθόντα έτη είτε τέλος ο δείκτης για τον κλάδο εταιριών στον οποίο ανήκει η επιχείρηση.

Ακόμη έχει παρατηρηθεί ότι οι δείκτες αυτοί χρησιμοποιούνται σαν συνάρτηση θεμελιωδών χαρακτηριστικών της επιχείρησης μέσω ενός οποιουδήποτε μοντέλου προεξόφλησης μελλοντικών ταμειακών ροών. Η μορφή αυτή της μεθόδου είναι γνωστή στη διεθνή βιβλιογραφία ως *method based on forecasted fundamentals* και δίνει τη δυνατότητα στους αναλυτές να διαπιστώνουν κατά πόσο οι διαφορές στην αποτίμηση μεταξύ των μετοχών οφείλονται στις διαφορετικές προσδοκίες τους όσον αφορά τα

θεμελιώδη χαρακτηριστικά τα οποία αφορούν την κερδοφορία ή την χρηματοοικονομική ευρωστία της επιχείρησης. Τέλος, όπως είναι φυσιολογικό με όποια από τις δυο παραπάνω μορφές κι αν χρησιμοποιηθούν οι δείκτες αυτοί το συμπέρασμα του αναλυτή θα είναι ένα θεωρητικό υπέρ ή κατά της αγοράς της υπό εξέταση μετοχής ανάλογα με το εάν είναι υπερτιμημένη ή υποτιμημένη. Για το λόγο αυτό έχει παρατηρηθεί ότι οι αναλυτές για να παρουσιάζουν πιο εμπειριστά τις απόψεις τους και τις επενδυτικές επιλογές που προτείνουν, υπολογίζουν για κάθε μετοχή ξεχωριστά μια «δικαιολογημένη τιμή» (justified price multiple) για κάθε δείκτη και αναλόγως του παρατηρούμενου δείκτη που διαμορφώνεται στην αγορά κρίνουν και αξιολογούν την μετοχή.

7.2 ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΔΕΙΚΤΩΝ ΑΓΟΡΑΣ

Υπάρχουν αρκετοί δείκτες που χρησιμοποιούνται για την ανάλυση και αποτίμηση μετοχών τόσο στην εγχώρια όσο και στη διεθνή βιβλιογραφία. Παρακάτω αναφέρονται οι κυριότεροι από αυτούς :

7.2.1 Δείκτης P/E

Ο δείκτης αυτός ακόμη και σήμερα αποτελεί την πιο διαδεδομένη μέθοδο αποτίμησης και αξιολόγησης μετοχών για τους εμπλεκόμενους φορείς αυτής της διαδικασίας. Ο δείκτης αυτός υπολογίζεται εάν διαιρέσουμε την αγοραία τιμή της υπό ανάλυση μετοχής με τα κέρδη ανά μετοχή. Ο λόγος αυτός ουσιαστικά εκφράζει το ποσό των χρηματικών μονάδων που είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν οι επενδυτές για την απόκτηση της μετοχής για κάθε μια επιπλέον χρηματική μονάδα κερδών ανά μετοχή που πραγματοποιεί η συγκεκριμένη κάθε φορά επιχείρηση. Όμως παρόλη την απλότητα του παρουσιάζει κάποια προβλήματα και κάποιες ασάφειες ως προς τον υπολογισμό του. Συγκεκριμένα, η τρέχουσα αγοραία τιμή της κάθε μετοχή μπορεί εύκολα και χωρίς κόστος να ανιχνευθεί ιδιαίτερα στην σημερινή εποχή όπου είναι ευρύτατα διαδεδομένη η χρήση της τεχνολογίας και του διαδικτύου. Όμως ο υπολογισμός των κερδών ανά μετοχή παρουσιάζει ιδιαίτερες δυσκολίες κατά τον υπολογισμό του επειδή υπάρχουν διαφορές σε εθνικό επίπεδο ως προς τον τρόπο αναγνώρισης των εσόδων. Στην υπολογιστική αυτή δυσκολία των κερδών ανά μετοχή συμβάλει και το γεγονός ότι ο υπολογισμός των κερδών ανά μετοχή γίνεται με βάση την πολύπλοκη λογιστική αρχή της δεδουλευμένης βάσης η οποία αναγνωρίζει τα έσοδα κατά την στιγμή της πραγματοποίησής τους και όχι τη στιγμή της είσπραξης των μετρητών. Για τον παραπάνω αυτό λόγο ο κάθε αναλυτής θα πρέπει να λαμβάνει υπόψιν τον χρονικό ορίζοντα για τον οποίο υπολογίζονται τα κέρδη καθώς επίσης να

κάνει τις απαιτούμενες προσαρμογές στα παρουσιαζόμενα εταιρικά λογιστικά κέρδη ώστε να είναι εφικτή η σύγκριση αυτού του δείκτη αγοράς με τους αντίστοιχους άλλων εταιριών.

Ο δείκτης P/E υπολογίζεται με δύο κυρίως μορφές από τους υπεύθυνους αναλυτές της αγοράς. Η πρώτη μορφή ονομάζεται τρέχον δείκτης P/E (trailing or current P/E) και υπολογίζεται εάν διαιρεθεί η τρέχουσα αγοραία τιμή της μετοχής με τα κέρδη ανά μετοχή της αμέσως προηγούμενης χρήσης. Η δεύτερη μορφή ονομάζεται κύριος ή μελλοντικός δείκτης P/E (leading or prospective P/E) και η τιμή του βρίσκεται εάν διαιρεθεί η τρέχουσα αγοραία τιμή της μετοχής με τα αναμενόμενα κέρδη ανά μετοχή της αμέσως επόμενης χρήσης. Επομένως εξαιτίας αυτής της διαφοροποίησης του τρόπου υπολογισμού του δείκτη ο κάθε αναλυτής οφείλει να χρησιμοποιεί την ίδια μορφή για όλες τις υπό εξέταση επιχειρήσεις και για όλες μάλιστα τις χρονικές περιόδους. Και αυτό γιατί μόνο έτσι είναι δυνατή η σύγκριση του δείκτη αυτού τόσο για την ίδια επιχείρηση διαχρονικά όσο και για διαφορετικές μεταξύ του επιχειρήσεις για δεδομένη χρονική στιγμή. Τέλος όπως είναι λογικό ο κάθε αναλυτής θα πρέπει να ερευνά τα γενικά χαρακτηριστικά της αντίστοιχης επιχείρησης και έπειτα να συγκλίνει στην μια μορφή του δείκτη P/E ή την άλλη γιατί για παράδειγμα είναι δυνατόν κάποια επιχείρηση μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων να αλλάξει τελείως το αντικείμενο της και ο τρέχων δείκτης P/E να μην είναι πλέον κατάλληλος να εκφράσει την αναμενόμενη μελλοντική πορεία της επιχείρησης.

Ένα άλλο παράγοντα που θα πρέπει να λάβει υπόψιν κάθε αναλυτής είναι η παροδικότητα και όχι ο μόνιμος χαρακτήρας κάποιων συστατικών στοιχείων των κερδών της κάθε υπό ανάλυση επιχείρησης. Αυτά τα συστατικά στοιχεία των κερδών είναι κέρδη που προέρχονται από δραστηριότητες της επιχείρησης οι οποίες συνήθως δεν πρόκειται να επαναληφθούν στην μελλοντική πορεία της επιχείρησης και εάν ληφθούν υπόψιν για τον υπολογισμό του μέσου μακροπρόθεσμου δείκτη P/E της τότε θα προκύψουν συμπεράσματα τα οποία δεν ανταποκρίνονται στην πραγματικότητα. Ακόμη η κυκλικότητα που ίσως είναι δυνατόν να παρουσιάζουν τα κέρδη της υπό εξέταση επιχείρησης είναι ένα σημαντικό πρόβλημα για τον υπολογισμό των κερδών. Και αυτό γιατί αλλοιώνει το μέγεθος των κερδών αφού εάν για παράδειγμα η παρούσα χρονική στιγμή συμπίπτει με το τέλος αυτού του κύκλου και εμείς θέλουμε να κάνουμε πρόβλεψη των κερδών για την επόμενη χρονική περίοδο για να υπολογίσουμε τον μελλοντικό δείκτη P/E βασιζόμενοι στα κέρδη της παρούσας στιγμής θα έχουμε μια μεγάλη απόκλιση από τα πραγματικά κέρδη που θα σημειωθούν αφού πλέον αρχίζει ξανά η πορεία του παρατηρούμενου αυτού κύκλου.

Η πιο διαδεδομένη μέθοδος αντιμετώπισης αυτής της αδυναμίας είναι ο υπολογισμός του μέσου κέρδους ανά μετοχή στην διάρκεια ολόκληρου του πιο πρόσφατου οικονομικού κύκλου ή ο πολλαπλασιασμός της μέσης τιμής του δείκτη ROE κατά τη διάρκεια ολόκληρου του πιο πρόσφατου οικονομικού κύκλου επί την παρούσα λογιστική αξία ανά μετοχή. Τέλος, για τις επιχειρήσεις που επιλέγουν να δώσουν στη διοικητική τους ομάδα δικαιώματα ανταμοιβής (executive stock options) με απόκτηση μετοχών ή εκδίδουν μετατρέψιμα ομολογιακά δάνεια θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψιν το γεγονός της άσκησης τους εφόσον κάτι τέτοιο επηρεάζει τον αριθμό των μετοχών υπό κυκλοφορία και κατά συνέπεια τα κέρδη ανά μετοχή τα οποία αντίστοιχα χρειάζονται για τον υπολογισμό του δείκτη αγοράς P/E. Δηλαδή αυτό έχει να κάνει με το φαινόμενο της αραιώσης των κερδών (earnings dilution) σύμφωνα με το οποίο αυξάνεται ο αριθμός των μετοχών μιας επιχείρησης χωρίς να έχουμε ανάλογη εισροή μετρητών στο ταμείο της.

Η πιο συχνά χρησιμοποιούμενη μορφή του τύπου του δείκτη αγοράς P/E η οποία βασίζεται στην προαναφερθείσα μέθοδο των forecasted fundamentals, η οποία εκφράζει τους δείκτες αγοράς σαν συνάρτηση θεμελιωδών χαρακτηριστικών της επιχείρησης μέσω ενός οποιουδήποτε μοντέλου προεξόφλησης μελλοντικών ταμειακών ροών, είναι αυτή που υποθέτει ότι η μετοχή ακολουθεί το μοντέλο του σταθερού ρυθμού αύξησης του μερίσματος και γράφεται ως εξής :

$$P_0/E_1 = (D_1/E_1) / r-g = 1-b / r-g \text{ για το μελλοντικό P/E}$$

ή

$$P_0/E_0 = (D_0(1+g) / E_0) / r-g = (1-b) (1+g) / r-g \text{ για το τρέχον P/E}$$

Όμως όταν υποθεθεί ότι η μετοχή ακολουθεί ένα πιο πολύπλοκο μοντέλο προεξόφλησης των μελλοντικών ταμειακών ροών είτε αυτές αφορούν μερίσματα είτε είναι ελεύθερες ταμειακές ροές ή υπολειμματικό εισόδημα, είναι πολύ δύσκολο ή αδύνατον να εκφραστεί ο δείκτης P/E σαν συνάρτηση των θεμελιωδών χαρακτηριστικών της επιχείρησης. Σε αυτές τις περιπτώσεις βρίσκουμε την αξία της μετοχής με το αντίστοιχο μοντέλο προεξόφλησης των μελλοντικών ταμειακών ροών που υιοθετούμε και στη συνέχεια διαιρούμε αυτήν την τιμή με το αντίστοιχο θεμελιώδες χαρακτηριστικό της επιχείρησης που στην προκειμένη περίπτωση είναι τα κέρδη ανά μετοχή.

Όμως πέραν αυτών των σημαντικών χαρακτηριστικών του δείκτη αυτού υπάρχουν και αρκετές αδυναμίες του. Όταν τα κέρδη ανά μετοχή προκύψουν αρνητικά για μια υπό

ανάλυση μετοχή τότε ο δείκτης αυτός δεν έχει πλέον καμία οικονομική σημασία. Οι παράγοντες επίσης που καθορίζουν και διαμορφώνουν την εξέλιξη της πορείας των μελλοντικών κερδών είναι ασταθείς και ευμετάβλητοι και έτσι το καθήκον των αναλυτών για την πρόβλεψη τους γίνεται επίπονο και δύσκολο.

Τέλος κάποιοι μάνατζερ ορισμένων εταιριών στα πλαίσια που τους επιτρέπουν οι λογιστικές πρακτικές προσπαθούν να παραποιήσουν τα κέρδη ανά μετοχή με σκοπό να παρουσιάσουν στους υποψήφιους επενδυτές μια ελκυστική επίδοση και εικόνα της εταιρίας τους με τελική συνέπεια να γίνεται ανέφικτη η σύγκριση των δεικτών P/E μεταξύ διαφορετικών εταιριών.

7.2.2 Δείκτης P/BV

Στην ουσία η λογιστική αξία ανά μετοχή εκφράζει την μέση επένδυση ανά μετοχή που έχει κάνει ένας μέσος μέτοχος της εφόσον εξ' ορισμού η λογιστική αξία είναι η μέτρηση της αξίας η οποία προκύπτει από λογιστικά αρχεία ή πιο σωστά από τα λογιστικά βιβλία. Για το λόγο αυτό για να φθάσουμε στον υπολογισμό της λογιστικής αξίας θα πρέπει πρώτα να υπολογίσουμε την καθαρή θέση (shareholder's equity) η οποία προκύπτει εάν αφαιρέσουμε από τα συνολικά περιουσιακά στοιχεία τις συνολικές υποχρεώσεις (total assets – total liabilities). Στην συνέχεια εάν θέλουμε να αποτιμήσουμε την επιχείρηση ως σύνολο τότε διαιρούμε την καθαρή θέση με τον αριθμό των μετοχών που βρίσκονται υπό κυκλοφορία ενώ αν θέλουμε να αποτιμήσουμε τις κοινές μετοχές της συγκεκριμένης επιχείρησης τότε πρώτα αφαιρούμε από την καθαρή θέση της επιχείρησης το οποιοδήποτε τμήμα της αξίας το οποίο αποδίδεται σε προνομιούχες μετοχές και στη συνέχεια διαιρούμε η διαφορά που προκύπτει με τον αριθμό των κοινών μετοχών υπό κυκλοφορία.

Παρόλη την σχετική απλότητα της διαδικασίας υπολογισμού της λογιστικής αξίας ανά μετοχή, έχουν παρατηρηθεί από σχετικές έρευνες ότι η υπολογισθείσα λογιστική αξία ανά μετοχή δεν ανταποκρίνεται στην πραγματική της τιμή. Για το λόγο αυτό ο κάθε αναλυτής που αναλαμβάνει την εκπλήρωση της εύρεσης της λογιστικής αξίας ανά μετοχή μιας εταιρίας θα πρέπει να λαμβάνει υπόψιν όλες τις λεπτομέρειες και τις υποσημειώσεις των δημοσιευμένων χρηματοοικονομικών καταστάσεων ώστε να καταφεύγει στις απαραίτητες προσαρμογές των μεγεθών των συστατικών στοιχείων των καταστάσεων αυτών. Έτσι με αυτές τις προσαρμογές στα λογιστικά δεδομένα ο δείκτης τιμή προς λογιστική αξία ανά μετοχή (P/BV) της υπό εξέταση μετοχής εκφράζει πιο ακριβέστερα την αρχική επένδυση των μετόχων (shareholder's investment) και επίσης αποκτά καλύτερη συγκρισιμότητα μεταξύ των δεικτών P/BV των μετοχών των άλλων εταιριών με τις οποίες συγκρίνεται.

Όπως και για τον προηγούμενο δείκτη αγοράς έτσι και για αυτόν υπάρχει η δυνατότητα παρουσίασης και εύρεσης του ως συνάρτηση των προβλεπόμενων θεμελιωδών χαρακτηριστικών της μετοχής (valuation based on forecasted fundamentals). Συνήθως για λόγους απλότητας οι αναλυτές υποθέτουν ότι η υπό ανάλυση μετοχή ακολουθεί το μοντέλο του σταθερού ρυθμού αύξησης του μερίσματος και ο τύπος που δίνει την τιμή του δείκτη P/BV βασιζόμενος στην πιο πρόσφατη λογιστική αξία (P/BV₀) είναι ο εξής :

$$P_0/BV_0 = (ROE-g) / (r- g)$$

Εάν ο αναλυτής υιοθετήσει άλλο μοντέλο για να ποσοτικοποιήσει την μελλοντική συμπεριφορά της μετοχής τότε θα πρέπει να προεξοφληθεί η μελλοντική αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών και στη συνέχεια αυτή η αξία να διαιρεθεί με την λογιστική αξία ανά μετοχή. Έτσι συγκρίνοντας ο κάθε αναλυτής το δείκτη P₀/BV₀ της υπό εξέταση μετοχής που θα βρει με την «δικαιολογημένη τιμή» (justified price) του δείκτη θα μπορεί να εξάγει τα κατάλληλα συμπεράσματα και συγκεκριμένα εάν η δικαιολογημένη τιμή του δείκτη είναι μεγαλύτερη της υπολογισθείσας τότε η μετοχή πιθανόν είναι υποτιμημένη ενώ αν είναι μικρότερη τότε η μετοχή μάλλον είναι υπερτιμημένη.

Τέλος το γεγονός ότι σε αρκετές χώρες τα περιουσιακά στοιχεία εκφράζονται με βάση το ιστορικό τους κόστος κτήσης αναγκάζει το δείκτη P₀/BV₀ να εκφράζει αδύναμα την αξία της επένδυσης ανά μετοχή των μετόχων της κάθε επιχείρησης με συνέπεια να μην είναι εφικτή η συγκρισιμότητα αυτού του δείκτη μεταξύ διαφορετικών επιχειρήσεων.

7.2.3 Δείκτης P/S

Όπως και με τους δύο προηγούμενους δείκτες αγοράς που αναφέρθηκαν παραπάνω έτσι και με αυτόν τον δείκτη υπάρχουν δύο μέθοδοι για να χρησιμοποιηθεί ως εργαλείο αποτίμησης μετοχών. Φυσικά αυτές οι μέθοδοι αφορούν την μέθοδο αποτίμησης η οποία βασίζεται στην πρόβλεψη των θεμελιωδών χαρακτηριστικών της επιχείρησης (valuation based on forecasted fundamentals) η οποία συνδέει το δείκτη P/S με τα μοντέλα των μελλοντικών ταμειακών ροών και την μέθοδο της σύγκρισης της τιμής του δείκτη P/S με μια τιμή που θεωρείται ως πρότυπο για αυτόν τον δείκτη (valuation using comparables) και η οποία προκαθορίζεται σύμφωνα με την κρίση και την εμπειρία του κάθε αναλυτή.

Σύμφωνα με την μέθοδο των forecasted fundamentals στις περισσότερες περιπτώσεις οι αναλυτές υιοθετούν την υπόθεση σύμφωνα με την οποία η υπό εξέταση μετοχή ακολουθεί το μοντέλο του σταθερού ρυθμού ανάπτυξης για πρακτικούς λόγους

απλότητας όπως και στους προηγούμενους δύο δείκτες αγοράς. Σύμφωνα πάντα με την υπόθεση αυτή ο μαθηματικός τύπος ο οποίος δίνει την «δικαιολογημένη» τιμή για τον δείκτη της αγοραίας τιμής ανά μετοχή προς τις πωλήσεις ανά μετοχή είναι ο ακόλουθος :

$$P_0 / S_0 = [(E_0 / S_0) \times (1-b) \times (1+g)] / (r-g)$$

όπου E_0 τα κέρδη του τρέχοντος έτους, S_0 οι πωλήσεις επίσης του τρέχοντος έτους, b ο ρυθμός με τον οποίο παρακρατούνται τα κέρδη μέσα στην επιχείρηση και g ο ρυθμός ανάπτυξης της επιχείρησης.

Κλείνοντας την περιγραφή και αυτού του δείκτη αγοράς θα πρέπει να τονιστούν τα σημεία στα οποία υπερτερεί αλλά και δείχνει αδυναμίες έναντι των προαναφερθέντων δεικτών αγοράς οι οποίοι χρησιμοποιούνται με την σειρά τους για τον σκοπό της αποτίμησης και ανάλυσης μετοχών. Καταρχήν οι πωλήσεις είναι λιγότερο ευάλωτες σε παραποιήσεις και εξωραϊσμούς από ότι τα κέρδη ανά μετοχή και η λογιστική αξία ανά μετοχή και αυτό για τον απλό λόγο του ότι τα τελευταία μπορούν εύκολα να παραποιηθούνε μέσω κατάλληλης μεταχείρισης των εξόδων ενώ οι πωλήσεις βρίσκονται στην αρχή της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης πριν από την παρουσίαση των εξόδων. Ακόμη οι πωλήσεις είναι πάντοτε θετικές ακόμη και στην περίπτωση όπου τα κέρδη ανά μετοχή είναι αρνητικά με συνέπεια να υπερτερεί του δείκτη P/E γιατί σε μια τέτοια περίπτωση ο P/E δεν έχει καμία σημασία. Επίσης επειδή οι πωλήσεις είναι πιο σταθερές από τα κέρδη ανά μετοχή, ο αντίστοιχος δείκτης P/S είναι πιο σταθερός από τον δείκτη P/E . Παρόλα αυτά είναι δυνατόν μια επιχείρηση να παρουσιάζει υψηλό ρυθμό αύξησης των κερδών ακόμη και σε περίπτωση που δεν είναι λειτουργικά επικερδής και δεν παράγει κέρδη και μετρητά.

Τέλος οι μέθοδοι αναγνώρισης των εσόδων δίνουν σε αρκετές επιχειρήσεις διαφόρων κρατών τη δυνατότητα να αναγνωρίζουν πρόωρα τα έσοδα με συνέπεια να αυξάνονται οι πιθανότητες παραποίησης του δείκτη P/S και κατά συνέπεια εξαγωγής λάθος συμπερασμάτων όσον αφορά πάντα την εκτίμηση των μετοχών.

7.2.4 Δείκτης P/CF

Ο δείκτης αυτός υπολογίζεται από το λόγο της αγοραίας τιμής της μετοχής προ το λόγο της ταμειακής ροής ανά μετοχή και είναι ένας αρκετά χρησιμοποιούμενος δείκτης στην διαδικασία της σχετικής αποτίμησης μετοχών. Παρόλο που υπάρχουν πάρα πολλές παραλλαγές της έννοιας της ταμειακής ροής συνήθως οι αναλυτές χρησιμοποιούν την ταμειακή ροή από τις λειτουργικές δραστηριότητες της επιχείρησης (CFO) για τον

υπολογισμό του δείκτη P/CF. Ο τύπος που δίνει την ταμειακή ροή από τις λειτουργικές δραστηριότητες της επιχείρησης προκύπτει αν στο καθαρό αποτέλεσμα προστεθούν οι μη ταμειακές χρεώσεις (π.χ. depreciation, amortization, depletion). Επίσης αρκετοί αναλυτές χρησιμοποιούν την ελεύθερη ταμειακή ροή ανά κοινή μετοχή (FCFE) για τον υπολογισμό του δείκτη αγοράς P/CF αν και η ελεύθερη ταμειακή ροή ανά κοινή μετοχή είναι πιο ευμετάβλητη από την ταμειακή ροή από τις λειτουργικές δραστηριότητες της επιχείρησης με συνέπεια ο δείκτης P/ FCFE να μην είναι πάντοτε πιο ενημερωτικός από τον αντίστοιχο P/CFO δείκτη.

Στην περίπτωση αυτού του δείκτη, όταν χρησιμοποιείται μέσω της μεθόδου των forecasted fundamentals για την αποτίμηση μετοχών, η διαδικασία είναι πανομοιότυπη με αυτήν που περιγράφηκε παραπάνω για τους τρεις προαναφερθέντες δείκτες. Συγκεκριμένα ο κάθε αναλυτής επιλέγει ένα μοντέλο το οποίο στηρίζεται στην προεξόφληση των μελλοντικών ταμειακών ροών από τα πολλά που υπάρχουν και τα οποία περιγράψαμε παραπάνω το οποίο είναι σύμφωνα με την κρίση του το συμβατικότερο με τα χαρακτηριστικά γνωρίσματα της υπό ανάλυση μετοχής. Στην συνέχεια διαιρείται η αξία που θα προκύψει από το DCF με την ταμειακή ροή ανά μετοχή και έτσι προκύπτει η «δικαιολογημένη» τιμή (justified value) του δείκτη αυτού και η οποία συγκρίνεται με την τρέχουσα τιμή του για να συμπεράνουμε το εάν η μετοχή είναι υπερτιμημένη, υποτιμημένη ή σωστά τιμολογημένη. Τέλος στην περίπτωση που ο δείκτης αυτός χρησιμοποιηθεί μέσω της μεθόδου των comparables για την σχετική ανάλυση και αποτίμηση μετοχών και εδώ η διαδικασία που ακολουθείται είναι όμοια με την αντίστοιχη για τους προαναφερθέντες δείκτες αγοράς. Επιλέγεται ένα περιουσιακό στοιχείο ή μια ομάδα περιουσιακών στοιχείων σαν πρότυπο και υπολογίζεται συνήθως ο μέσος όρος ή η διάμεσος των τιμών για τον δείκτη P/CFO για το συγκεκριμένο περιουσιακό στοιχείο και στη συνέχεια συγκρίνεται με την τρέχουσα τιμή του δείκτη αυτού για την υπό ανάλυση μετοχή για να διαπιστωθεί εάν η μετοχή είναι υπερτιμημένη, υποτιμημένη ή σωστά τιμολογημένη.

Κλείνοντας την περιγραφή αυτού του δείκτη θα πρέπει να τονιστεί ότι η ταμειακή ροή γενικά είναι λιγότερο ευάλωτη σε αλχημείες και παραποιήσεις από τα στελέχη των εταιριών με σκοπό την ωραιοποίηση προς τα έξω της χρηματοοικονομικής επίδοσης από ότι τα κέρδη ανά μετοχή. Ακόμη, επειδή η ταμειακή ροή γενικά είναι περισσότερο σταθερή και λιγότερο ευμετάβλητη από ότι τα κέρδη ανά μετοχή προκύπτει ότι ο αντίστοιχος δείκτης P/CF είναι περισσότερο σταθερός από ότι ο δείκτης αγοράς P/E. Τέλος παρόλα τα θετικά στοιχεία για το δείκτη αυτό υπάρχουν και αρνητικά στοιχεία. Και αυτό γιατί στην περίπτωση που χρησιμοποιείται η ταμειακή ροή από τις λειτουργικές δραστηριότητες της επιχείρησης (CFO) σαν ταμειακή ροή στον

παρονομαστή του δείκτη, κατά τον υπολογισμό της παραλείπονται κατά κανόνα από τους αναλυτές πολλά μη ταμειακά έσοδα και οι μεταβολές στο καθαρό κεφάλαιο κίνησης με συνέπεια να μην ανταποκρίνεται ο υπολογιζόμενος κάθε φορά δείκτης με την πραγματικότητα.

Κλείνοντας την περιγραφή των δεικτών αγοράς συνολικά θα πρέπει να τονιστεί ότι για να γίνουν συγκρίσεις μετοχών σε διεθνές επίπεδο θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη διαφορές σε λογιστικές μεθόδους, πολιτισμικές διαφορές, οικονομικές διαφορές και τέλος διαφορές στο επίπεδο κινδύνου καθώς και στις προοπτικές ανάπτυξης των μετοχών αφού έχει παρατηρηθεί από τον Shieneman (2000) ότι ένας δείκτης αγοράς για την ίδια την μετοχή διαφέρει από εγχώρια αγορά σε εγχώρια αγορά.

7.3 ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Καζαντζής Χρ. 2008, Αρχές και Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Λογιστικής, Εκδόσεις Business Plus A.E.
2. Αρτίκης Γ. 2002, Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων, 3η Έκδοση, Interbooks.
3. Γιάντσιος Δ. 2009, Μέθοδοι ανάλυσης εταιριών και αποτίμηση επιχειρήσεων, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας.
4. Κόλλια Χρ. 2008, Αποτίμηση Επιχειρήσεων, Πανεπιστήμιο Πειραιώς.
5. Λυμπερόπουλος Αντ. 2009, Χρηματοοικονομική Ανάλυση και Αποτίμηση Επιχειρήσεων, Η περίπτωση των Εισηγμένων Επιχειρήσεων στο Χ.Α, Vivartia A.B.E.E. και Coca Cola H.B.C, ΜΠΣ MBA Πανεπιστήμιο Πατρών.

ΜΕΡΟΣ Β'

**ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΑΕΡΟΠΟΡΙΚΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ
SKY EXPRESS**



8. ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ SKY EXPRESS

8.1 ΕΤΑΙΡΙΚΟ ΠΡΟΦΙΛ

Η Sky Express είναι Περιφερειακή Αεροπορική Εταιρεία με βάση το Ηράκλειο της Κρήτης, που λειτουργεί σύμφωνα με τους κανονισμούς της Υπηρεσίας Πολιτικής Αεροπορίας, του Συνδέσμου Αεροπορικών Αρχών και της Ευρωπαϊκής Αρχής Αεροπορικής Ασφάλειας.

Η Εταιρεία ιδρύθηκε το 2005 από επαγγελματίες στον αεροπορικό χώρο με μακρά εμπειρία στις δημόσιες αερομεταφορές και έλαβε την άδεια εκμετάλλευσης στις 30 Ιουνίου του ίδιου έτους. Πρόεδρος και Διευθ. Σύμβουλος είναι ο κ. Μιλτιάδης Τσαγκαράκης (κυβερνήτης και πρώην Γενικός Δ/ντής Ολυμπιακής Αεροπλοΐας) και αντιπρόεδρος και Τεχνικός Δ/ντής ο κ. Γεώργιος Μαυραντωνάκης (πρώην Γενικός Επιχειρησιακός Δ/ντής και Υπόλογος Δ/ντής Ολυμπιακών Αερογραμμών). Τα χρώματα και το έμβλημα της εταιρίας συμβολίζουν την σημαία της ανεξάρτητης Κρήτης (1898-1908).

Οι ιδρυτές της Sky Express:

Πρόεδρος και Δ/νων Σύμβ.:

Κυβ. Μιλτιαδης Τσαγκαράκης

- * Απόφοιτος της Σχολής Αεροπορίας της Οξφόρδης
- * Κυβερνήτης & Εκπαιδευτής α/φών B737-200-800, B747, Airbus AB4/6, A340, Falcon-90
- * 18.000 ώρες πτήσης
- * Δ/νων Σύμβουλος Ολυμπιακής Αεροπλοΐας
- * Γενικός Δ/ντής Ολυμπιακής Αεροπλοΐας
- * Γενικός Δ/ντής Πτητικής Εκμετάλλευσης Ολυμπιακής Αεροπλοΐας
- * Κυβερνήτης Πρωθυπουργού

Αντιπρόεδρος και Τεχνικός Δ/ντής:

Γεώργιος Μαυραντωνάκης

- * Αεροναυπηγός Μηχανικός
- * Μεταπτυχιακός Τίτλος Αεροδυναμικής
- * Δίπλωμα του Imperial College του Λονδίνου
- * Μεταπτυχιακή έρευνα αεροδυναμικής με υποτροφία του NATO
- * εργάστηκε ως σχεδιαστής για την Airbus
- * Σύμβουλος Διοίκησης Ολυμπιακής Αεροπορίας
- * Γενικός Επιχειρησιακός Δ/ντής και Υπόλογος Δ/ντής Ολυμπιακών Αερογραμμών.

8.2 ΕΤΑΙΡΙΚΟΣ ΣΤΟΛΟΣ

Το Handling της Sky Express το έχει αναλάβει η Swissport. Η εταιρία άρχισε με ένα αεροσκάφος BAe Jetstream 31, και η πρώτη εμπορική πτήση εκτελέστηκε την 18 Ιουλίου 2005 από το Ηράκλειο στην Ρόδο. Αξίζει να σημειωθεί ότι η εταιρία σχεδόν από τις πρώτες ημέρες λειτουργίας της προσέφερε στο επιβατικό κοινό online σύστημα κράτησης θέσεων μέσω της ιστοσελίδας της. Αργότερα (2006) η Sky Express πρόσθεσε στον στόλο της ένα επιπλέον αεροσκάφος BAe Jetstream 31 και ένα Boeing 747-200F με το οποίο εκτελεί δρομολόγια cargo.

Για τη μεταφορά επιβατών η Sky Express εκμεταλλεύεται αεροσκάφη Jetstream 31/32 19 θέσεων με δύο μέλη πληρώματος θαλάμου διακυβέρνησης και ένα θαλάμου επιβατών. Τα J31/32 προσφέρουν την άνεση των jet στην τιμή των turboprop. Είναι αξιόπιστα, ασφαλή και γρήγορα επιτυγχάνοντας παρόμοιους χρόνους κάλυψης μικρών αποστάσεων με αυτούς των jet. Το J31 είναι το πιο ευρύχωρο αεροσκάφος στην κατηγορία του. Η καμπίνα του, είναι πολυτελής με δερμάτινα καθίσματα, κλιματισμό, τουαλέτα, galley και χώρους αποσκευών.

Με βάση την αξιοπιστία που έχουν επιδείξει τα Jetstream 31 κατά τις 6000 πτήσεις που έχουν εκτελέσει την τελευταία διετία, αλλά και την ασφάλεια με την οποία μετέφεραν πάνω από 70.000 επιβάτες, η Sky Express προέβη στην παραγγελία 2 αεροσκαφών Jetstream 41, 30 θέσεων, που αφίχθηκαν τον Ιούνιο του 2008, με σκοπό να καλύψει τις ανάγκες της αυξημένης ζήτησης στα υφιστάμενα δρομολόγια αλλά και την περαιτέρω ανάπτυξη σε νέα δρομολόγια. Η εταιρεία απέκτησε ακόμα τρία Jetstream 41, δημιουργώντας έτσι ένα στόλο 7 αεροσκαφών.

8.3 ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ

Οι βασικοί προορισμοί της Sky Express από το Ηράκλειο συμπεριλαμβάνουν πτήσεις προς Ρόδο, Κω, Σάμο, Μυτιλήνη, Καλαμάτα, Μύκονος, Σαντορίνη και Ικαρία και από το φθινόπωρο του 2008, προστέθηκαν, Πάτρα, Θεσσαλονίκη, Αλεξανδρούπολη και Τίρανα με αποτέλεσμα την εκτέλεση 5800 πτήσεων ετησίως και τη μεταφορά 120.000 επιβατών.

Άλλες υπηρεσίες της Sky Express συμπεριλαμβάνουν: αεροταξί, μεταφορά ασθενών, πτήσεις VIP, πτήσεις οργανωμένων εκδρομών, πτήσεις αερο-ξενάγησης και πτήσεις εμπορευματικών μεταφορών. Η Sky express προσφέρει την ευκαιρία ιδιωτικής αερομεταφοράς σε επιχειρήσεις και ιδιώτες που μέχρι τώρα ήταν εκτός των οικονομικών τους δυνατοτήτων. Μικρές και μεγάλες επιχειρήσεις για τη μεταφορά στελεχών, τηλεοπτικοί και ραδιοφωνικοί σταθμοί για γρήγορη μετάβαση σε μέρη

ειδησεογραφικού ενδιαφέροντος, αθλητικές ομάδες, δημόσιοι οργανισμοί, Υπουργεία για τη μεταφορά Υπουργών και στελεχών, ακόμα και απλοί πολίτες που επιθυμούν σύντομες αποδράσεις, θα μπορούν να ναυλώνουν την ιδιωτική τους πτήση.

| Δραστηριότητα εταιρείας | | | |
|--|----------|---|-------|
| Αεροπορικές μεταφορές επιβατών Υπηρεσίες επισκευής και συντήρησης αεροσκαφών και διαστημόπλοιων Υπηρεσίες ενοικίασης εξοπλισμού εναέριας μεταφοράς επιβατών με χειριστή Αεροπορικές μεταφορές εμπορευμάτων Υπηρεσίες συντήρησης αεροσκαφών (εκτός των επισκευών) Υπηρεσίες συμβουλών για έλεγχο ποιότητας Υπηρεσίες παροχής συμβουλών σε θέματα ασφαλείας Αποθήκευση | | | |
| Δραστηριότητες εταιρείας (ΣΤΑΚΟΔ) | | | |
| A/A | ΣΤΑΚΟΔ | Περιγραφή δραστηριότητας | Κύρια |
| 1 | 51100000 | Αεροπορικές μεταφορές επιβατών | |
| 2 | 51210000 | Αεροπορικές μεταφορές εμπορευμάτων | |
| 3 | 52100000 | Αποθήκευση | |
| 4 | 51102000 | Υπηρεσίες ενοικίασης εξοπλισμού εναέριας μεταφοράς επιβατών με χειριστή | |
| 5 | 33161000 | Υπηρεσίες επισκευής και συντήρησης αεροσκαφών και διαστημόπλοιων | |
| 6 | 74901500 | Υπηρεσίες παροχής συμβουλών σε θέματα ασφαλείας | |
| 7 | 70221508 | Υπηρεσίες συμβουλών για έλεγχο ποιότητας | |
| 8 | 52231903 | Υπηρεσίες συντήρησης αεροσκαφών (εκτός των επισκευών) | |

Εικόνα 8.1: Δραστηριότητα Εταιρίας

8.4 ΙΣΤΟΡΙΚΟ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ

Το 2006 μια νέα μακροχρόνια συνεργασία υπογράφηκε μεταξύ της Swissport και της αεροπορικής εταιρείας Sky Express, για την παροχή υπηρεσιών επίγειας εξυπηρέτησης σε επιβάτες και αεροσκάφη αντίστοιχα. Η έντονη παρουσία της Swissport στην Ελλάδα χρονολογείται από το έτος 2001. Με δραστηριότητα στα πέντε μεγαλύτερα αεροδρόμια της επικράτειας (Αθήνα, Θεσσαλονίκη, Ηράκλειο, Ρόδο, Κέρκυρα), η εταιρεία εξυπηρετεί κατά μέσο όρο περισσότερες από 40.000 κινήσεις αεροσκαφών και 4,5 εκατ. επιβάτες ετησίως.

Το 2008 ξεκινούν οι αεροπορικές πτήσεις της εταιρείας Sky Express από το Ηράκλειο της Κρήτης προς το Αεροδρόμιο του Αράξου (Πάτρα) και αντιστρόφως ανοίγοντας έτσι μια νέα αεροπορική γραμμή, που δεν καλύπτεται ούτε από τον εθνικό αερομεταφορέα, την Ολυμπιακή, αλλά ούτε και από την Aegean Airlines και γίνεται έτσι το πρώτο πολύ σημαντικό βήμα για να καταστεί ο Άραξος αεροδρόμιο τακτικών πτήσεων και όχι μόνον τσάρτερ. Σε ό,τι αφορά στη βιωσιμότητα της γραμμής, καθώς ανάλογα προηγούμενα εγχειρήματα (της Ολυμπιακής και της Air Greece) δεν πέτυχαν, οι κ. Τσαγκαράκης και Μαυραντωνάκης σημείωσαν πως η γραμμή αυτή δεν ενδείκνυται για τα μεγάλα αεροπλάνα (70-90 θέσεων των άλλων εταιρειών), αλλά για αεροσκάφη το πολύ 30 θέσεων που έχουν και μικρότερο κόστος. Η αγορά της Δυτικής Ελλάδος έχει πληθυσμό 500.000 άτομα και είναι δυνατόν πολλοί μεταξύ αυτών στρατιώτες και φοιτητές να θέλουν να ταξιδέψουν γρήγορα από και προς την Κρήτη.

Το 2009 εγκαινίασε τη πτήση Βουκουρέστι-Αλεξανδρούπολη-Ηράκλειο, δύο φορές την εβδομάδα, όπως δήλωσε ο αντιπρόσωπος της εταιρείας στη Ρουμανία, Νικόλαος Κωνσταντινίδης. Η εταιρεία ελπίζει πως σε εβδομαδιαία βάση θα ταξιδεύουν τουλάχιστον 50 επιβάτες και το απλό εισιτήριο κοστίζει 155 ευρώ. Ο κ. Κωνσταντινίδης εκτίμησε, εξάλλου, πως η παγκόσμια χρηματοπιστωτική και οικονομική κρίση δεν θα επηρεάσει το όλο «εγχείρημα» διότι «προσφέρουμε μια καλύτερη σύνδεση με την Ελλάδα». Ακόμη ανέλυσε του στόχους της εταιρείας που περιλαμβάνουν επεκτάσεις των πτήσεων στην ευρύτερη περιοχή, όπως το Μπουργκάς της Βουλγαρίας. Στη συνέχεια, ο Πρόεδρος της Connective Communications Romania και αντιπρόσωπος της Sky Express στη Ρουμανία κ. Κωνσταντινίδης αναφέρθηκε στην πρόθεση των Ρουμάνων τουριστικών πρακτόρων και δημοσιογράφων, να υποστηρίξουν με κάθε τρόπο την συγκεκριμένη αεροπορική σύνδεση προσφέροντας ελκυστικά τουριστικά πακέτα και προβολή στα Μ.Μ.Ε. της Ρουμανίας.

Το 2010 αποφασίστηκε από την κυβέρνηση η ανάθεση των εννέα άγονων γραμμών που εκτελούσε η Athens Airways στις εταιρείες Sky Express και Olympic Air, κηρύσσοντας την έκπτωτη από την Υπηρεσία Πολιτικής Αεροπορίας (ΥΠΑ). Αναλυτικά, οι άγονες γραμμές των οποίων η εκμετάλλευση είχε ανατεθεί στην Athens Airways κατακυρώνονται για το διάστημα έως τις 31-03-2012, ως εξής:

- Η Olympic Air αναλαμβάνει τις γραμμές: Αθήνα - Κάρπαθος, Αθήνα - Κύθηρα, Αθήνα - Σκιάθος και Αθήνα - Ικαρία (από 15/6/2010).

- Στη Sky Express ανατίθενται οι γραμμές: Αθήνα - Μυτιλήνη - Χίος - Σάμος - Ρόδος, Αλεξανδρούπολη - Σητεία, Ακτιο - Σητεία, Αθήνα - Σκύρος και Θεσσαλονίκη - Σκύρος.

Επίσης, τον Ιούλιο του 2010 πραγματοποίησε την παρθενική της πτήση στη γραμμή Αθήνα-Κοζάνη-Καστοριά, όπως αναμενόταν να αναλάβει, σύμφωνα με όσα δήλωσε ο πρόεδρος της εταιρείας, Μιλτιάδης Τσαγκαράκης. Η αεροπορική γραμμή είχε ανακηρυχθεί άγονη και ο διαγωνισμός, στον οποίο η Sky Express υπέβαλε τη μοναδική προσφορά, προκηρύχθηκε πριν από μερικές εβδομάδες. Οι πτήσεις θα πραγματοποιούνται με τα νέα αεροσκάφη της εταιρείας, JetStream 41, 30 θέσεων και εφόσον υπάρξει ζήτηση θα αυξηθούν τα δρομολόγια.

Η Sky Express από το τέλος του Μαρτίου 2011, θα συνδέει την Αλεξανδρούπολη με τη Μυτιλήνη δύο φορές την εβδομάδα. Το εισιτήριο, μαζί με τους φόρους, θα φθάνει στα 85 ευρώ. Το καλοκαιρινό πρόγραμμα πτήσεων της Sky Express θα διευρυνθεί κατά τρεις προορισμούς και τα αεροσκάφη της εταιρείας θα προσεγγίζουν 24 αεροδρόμια, μεταξύ αυτών και των Κυκλάδων.

8.5 ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΟΥ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΜΟΥ

Στην Ελλάδα εκτός από τη Sky Express, υπάρχουν άλλες 15 εταιρείες και έξι ακόμα σε διαδικασία πιστοποίησης. Από αυτές, μόνο 4 εταιρείες ενεργοποιούνται στο χώρο των προγραμματισμένων δρομολογίων.

Ενδιαφέρουσα είναι η περίπτωση της Πήγασος, με έδρα την Κέρκυρα και ενώνει τη Μεγαλόνησο με τους Παξούς και άλλα μικρότερα νησιά. Είναι η μόνη εταιρεία της Μεσογείου που κάνει τακτικά δρομολόγια με υδροπλάνα.

Παρακάτω παρουσιάζονται οι υπάρχουσες ελληνικές αεροπορικές εταιρίες. Η παρουσίαση αυτή, δεν περιέχει μόνο τις εταιρίες που εκτελούν στις μέρες μας πτητικό έργο.

1. Olympic Air, εκτελεί τακτικές και ναυλωμένες πτήσεις
2. Pegasus Aviation, πρώην AirSeaLines – τακτικές πτήσεις με υδροπλάνα με έδρα την Κέρκυρα
3. Aegean Airlines, εκτελεί τακτικές και ναυλωμένες πτήσεις
4. Hellas Jet, δραστηριοποιείται στον τομέα ναυλωμένων πτήσεων
5. Aviator , δραστηριοποιείται στον τομέα ναυλωμένων πτήσεων

6. Interjet Airplanes, ναυλώνει jet και ελικόπτερα
7. Air Business International, ναυλώνει jet και ελικόπτερα
8. Air Intersalonika, παρέχει Air-taxi services
9. Air Lift , ναυλώνει ελικόπτερα
10. Interjet Helicopters, ναυλώνει ελικόπτερα
11. Sky Express, τακτικές πτήσεις με βάση το Ηράκλειο της Κρήτης
12. Gain Jet , εκτελεί πτήσεις VIP
13. Hellenic Imperial AWY , δραστηριοποιείται στον τομέα ναυλωμένων πτήσεων
14. K2 Smart Jet, δραστηριοποιείται στον τομέα ναυλωμένων πτήσεων
15. Life Line Aviation, παρέχει υπηρεσίες charter καθώς και ιατρικές υπηρεσίες
16. Astra Airlines, εκτελεί πτήσεις charter με βάση τη Θεσσαλονίκη

Οι περισσότερες εταιρείες πετούν νοικιασμένες πτήσεις charters στην Ελλάδα και το εξωτερικό. Εντυπωσιακότερη η Hellenic Imperial Airways που χρησιμοποιεί 4 Boeing 747 Jumbo. Η Air Business International πραγματοποιεί VIP πτήσεις για επιχειρηματίες, χτίζοντας ένα στόλο πολυτελών αεροσκαφών και ελικοπτέρων. Η K2 προσφέρει μικρά jet για παρόμοια χρήση. Με μεταφορές εμπορευμάτων ασχολούνται σχεδόν αποκλειστικά πέντε εταιρείες. Χρησιμοποιούν μικρά ως μεσαία δικινητήρια ελικοφόρα αεροπλάνα και έργο τους είναι η έγκαιρη διακίνηση όλων των φακέλων και δεμάτων που μεταφέρουν οι διάφορες εταιρείες courier. Στη χώρα μας λειτουργεί ακόμα και εταιρεία που ειδικεύεται στη μεταφορά ασθενών.

Το 2002-2003 οι ανταγωνιστές Axon, Galaxy, Hellenic Star and Manos αποχωρούν από την ελληνική αγορά και μόνο η Ολυμπιακή και η Aegean παραμένουν. Από την είσοδο της Sky Express στον κλάδο, μόνο εκείνη και η Athens Airways διεξάγουν τακτικές πτήσεις. Όλες οι υπόλοιπες εταιρείες συντηρούνται, είτε με πτήσεις charter, είτε νοικιάζουν τα αεροσκάφη τους. Ο αερομεταφορικός τομέας είναι ένας κλάδος που απαιτεί μακροχρόνιο σχεδιασμό και υπάρχει μία τάση για υπερ-επένδυση, αυξάνοντας έτσι τη χωρητικότητα σε σχέση με τη ζήτηση.

8.6 ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΠΟΙΟΤΗΤΑΣ ΚΑΙ ΑΣΦΑΛΕΙΑΣ

Η Sky Express δεσμεύεται να εκμεταλλεύεται τα αεροσκάφη της σύμφωνα με τα υψηλότερα πρότυπα ασφαλείας πτήσεων και να παρέχει ακριβή, αξιόπιστη και ποιοτική υπηρεσία προς τους πελάτες της.

Η πολιτική ποιότητας απεικονίζεται με τη συνεχή συμμόρφωση με τους κανονισμούς της Υπηρεσίας Πολιτικής Αεροπορίας, JAR-OPS 1 και EASA Parts M & 145. Οι απαιτήσεις των ως άνω κανονισμών έχουν ενσωματωθεί στις λειτουργίες της Εταιρείας, συμπεριλαμβανομένων και των προμηθευτών της. Η Sky Express δεσμεύεται να παρέχει όλους τους απαραίτητους οικονομικούς, υλικούς και ανθρώπινους πόρους για να προστατεύσει το σύστημα ποιότητας.

Όλο το επιχειρησιακό προσωπικό ενημερώνεται συνεχώς για την ανάγκη πλήρους συμμόρφωσης με τις απαιτήσεις των κανονισμών JAR-OPS 1 και EASA Parts M & 145 και παρακινούνται να εκτελούν τα καθήκοντά τους με επαγγελματικό και σύμφωνα με τα προκαθορισμένα από την Εταιρεία πρότυπα. Ο κάθε εργαζόμενος είναι υπεύθυνος για την ποιότητα της προσφερόμενης εργασίας του. Ο κάθε διευθυντής είναι υπεύθυνος για να διασφαλίζει ότι το υπό την επίβλεψή του προσωπικό έχει επαρκή γνώση των διαδικασιών της Εταιρείας και των απαιτήσεων των σχετικών με το τμήμα του κανονισμών και ότι οι εργαζόμενοι ικανοποιούν τέτοιες απαιτήσεις κατά την εκτέλεση των καθηκόντων τους.

Η διοίκηση δεσμεύεται να λαμβάνει όλα τα απαραίτητα προληπτικά ή/και διορθωτικά μέτρα σε περίπτωση οποιασδήποτε μη συμμόρφωσης με τους ισχύοντες κανονισμούς και τις διαδικασίες της Εταιρείας.

Στα πλαίσια μίας επιτυχώς διοικούμενης επιχείρησης, το Διοικητικό Συμβούλιο της Sky Express αναγνωρίζει τη σημασία ενός άριστου ιστορικού ασφάλειας για μέλλον της Εταιρείας. Στην Sky Express η ασφάλεια διαχειρίζεται με τον ίδιο βαθμό επιμέλειας όπως άλλες στρατηγικά κρίσιμες πτυχές της επιχείρησης. Το Διοικητικό Συμβούλιο και ο Υπόλογος Διευθυντής δεσμεύονται ότι οι αποφάσεις τους δεν θα επηρεάσουν ποτέ την ασφάλεια των πτήσεων.

Το Διοικητικό Συμβούλιο και ο Υπόλογος Διευθυντής έχουν αναπτύξει μια θετική κουλτούρα σε θέματα ασφάλειας μεταξύ του προσωπικού της Sky Express.

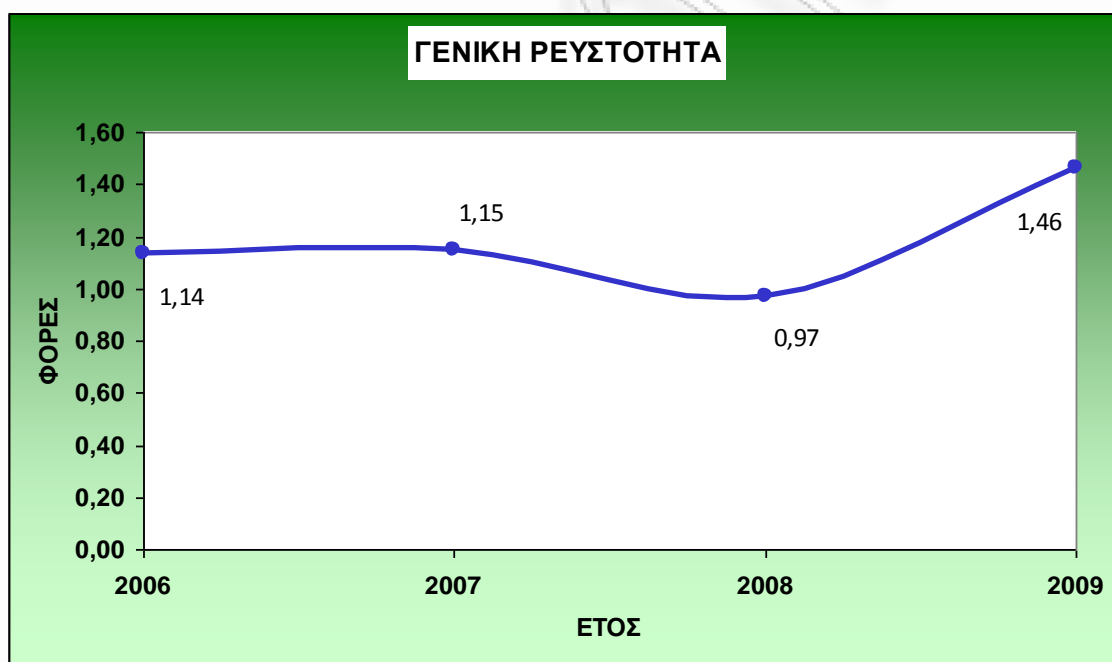
8.7 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

Στην παρούσα ενότητα πραγματοποιείται χρηματοοικονομική ανάλυση βάσει των λογιστικών καταστάσεων της εταιρείας SKY EXPRESS – ΚΡΗΤΙΚΕΣ ΑΕΡΟΠΟΡΙΚΕΣ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΕΙΣ Α.Α.Ε.Ε. με χρήση των σπουδαιότερων αριθμοδεικτών. Η ανάλυση αφορά τα σημαντικότερα χρηματοοικονομικά μεγέθη της εταιρείας και την πορεία που αυτά διαμόρφωσαν κατά την τελευταία τετραετία (2006 - 2009).

8.7.1 Ανάλυση με αριθμοδείκτες Ρευστότητας (Liquidity ratios)

Οι δείκτες της κατηγορίας αυτής μετρούν την ικανότητα της επιχείρησης να ανταπεξέλθει στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της.

1. Δείκτης Γενικής Ρευστότητας (Current ratio)

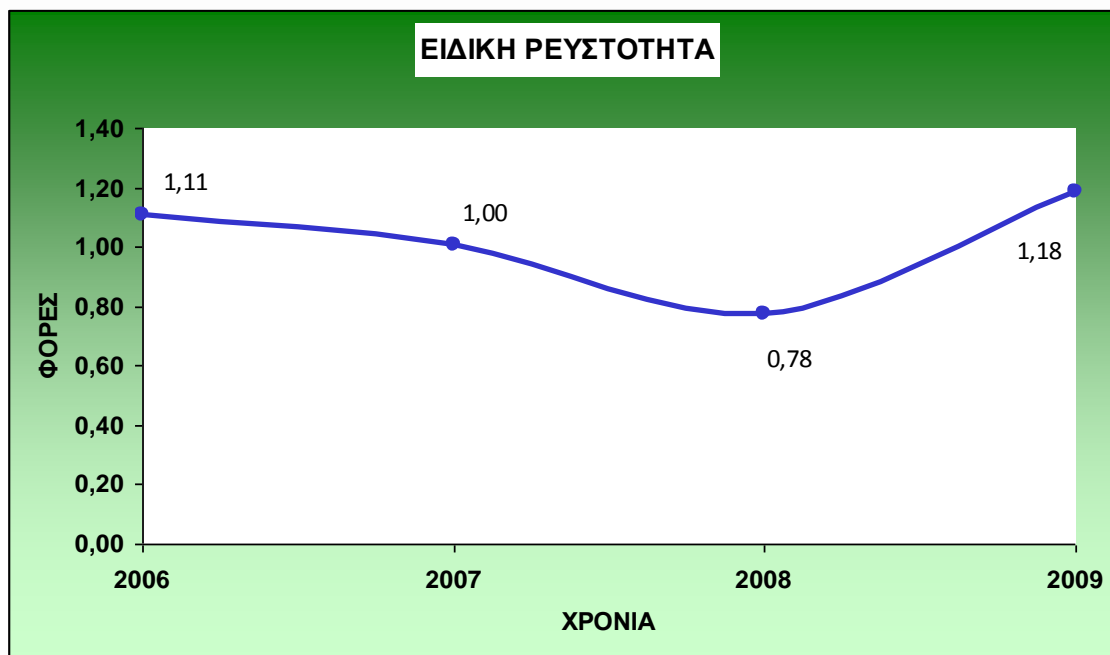


Διάγραμμα 1: Δείκτης γενικής ρευστότητας

Παρατηρείται μία ανοδική τάση του δείκτη, με τιμές μεγαλύτερες της μονάδας, γεγονός που εξασφαλίζει στην επιχείρηση ευνοϊκή πιστοληπτική ικανότητα και την ικανότητα να εξοφλεί τους βραχυπρόθεσμους πιστωτές της.

Αναλύοντας σε βάθος τη διάρθρωση του κυκλοφορούντος ενεργητικού σύμφωνα με τους ισολογισμούς της επιχείρησης θα διαπιστωθεί πως το 67% αντιστοιχεί σε πελάτες και λοιπές απαιτήσεις, 19% σε αποθέματα και 14% σε διαθέσιμα.

2. Δείκτης Ειδικής Ρευστότητας (Acid Test ratio)



Διάγραμμα 2: Δείκτης ειδικής ρευστότητας

Η διαφορά με τον δείκτη γενικής ρευστότητας είναι πως υπολογίζονται τα στοιχεία του κυκλοφοριακού ενεργητικού που ρευστοποιούνται ευκολότερα, τα ταμειακά διαθέσιμα και οι διάφορες απαιτήσεις.

Ο δείκτης ειδικής ρευστότητας αγγίζοντας την τιμή 1,18 κρίνεται ικανοποιητικός και επιβεβαιώνει την ικανότητα της επιχείρησης να ανταποκριθεί στην πληρωμή των καθημερινών απαιτητών υποχρεώσεων.

8.7.2 Ανάλυση με αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας (Profitability ratios)

Προκειμένου να μελετηθεί η αποδοτικότητα της επιχείρησης θα υπολογιστούν οι δείκτες μικτού περιθωρίου κέρδους και καθαρού περιθωρίου κέρδους.

1. Δείκτης Μικτού Περιθωρίου Κέρδους (Gross Profit Margin ratio)

Ο δείκτης υπολογίζεται σαν ποσοστό του μικτού περιθωρίου κέρδους επί των καθαρών πωλήσεων χρήσης (Πωλήσεις-Κόστος Πωληθέντων).

Παρακάτω παρατηρούμε ένα ποσοστό μικτού κέρδους της τάξεως του 14%, το οποίο δεν είναι αρκετά υψηλό για να αντιμετωπίσει, χωρίς δυσκολία, μία ενδεχόμενη αύξηση του κόστους των παρεχόμενων υπηρεσιών της.

Επομένως, πρέπει να δοθεί ιδιαίτερη βαρύτητα στη λειτουργική αποτελεσματικότητα της επιχείρησης και τη πολιτική τιμών της. Παρατηρώντας στους ισολογισμούς, τις

πωλήσεις και το κόστος πωληθέντων διαπιστώνεται ότι οι πωλήσεις και το κόστος πωληθέντων χαρακτηρίζονται από ανοδικούς ρυθμούς κάθε χρόνο.



Διάγραμμα 3: Δείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους

2. Δείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους (Net Profit Margin ratio)



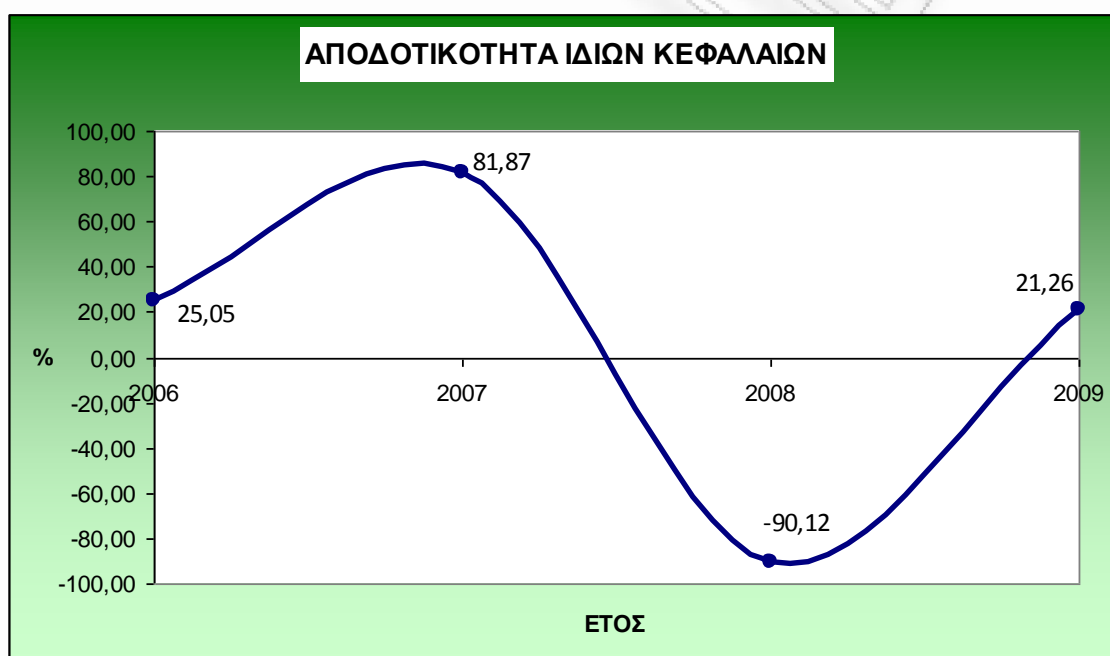
Διάγραμμα 4: Δείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους

Η αύξηση των εξόδων διοικητικής λειτουργίας και λειτουργίας διάθεσης προκάλεσαν αυτή την ανομοιόμορφη πορεία του δείκτη καθαρού κέρδους, καταλήγοντας σε θετικό ποσοστό της τάξεως του 2,8% το 2009, μειώνοντας τα έξοδα περίπου κατά 50%.

Επομένως αυξάνοντας τον κύκλο εργασιών και διατηρώντας σε σταθερά επίπεδα τις δαπάνες διοίκησης και διάθεσης, η επιχείρηση θα γίνει πιο αποτελεσματική και κερδοφόρα.

3. Δείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (Return on net worth ratio)

Ο δείκτης αυτός απεικονίζει την κερδοφόρα δυναμικότητα της επιχείρησης και παρέχει ένδειξη του κατά πόσο επιτεύχθηκε ο στόχος πραγματοποίησης ενός ικανοποιητικού αποτελέσματος από τη χρήση των κεφαλαίων του μετόχου.



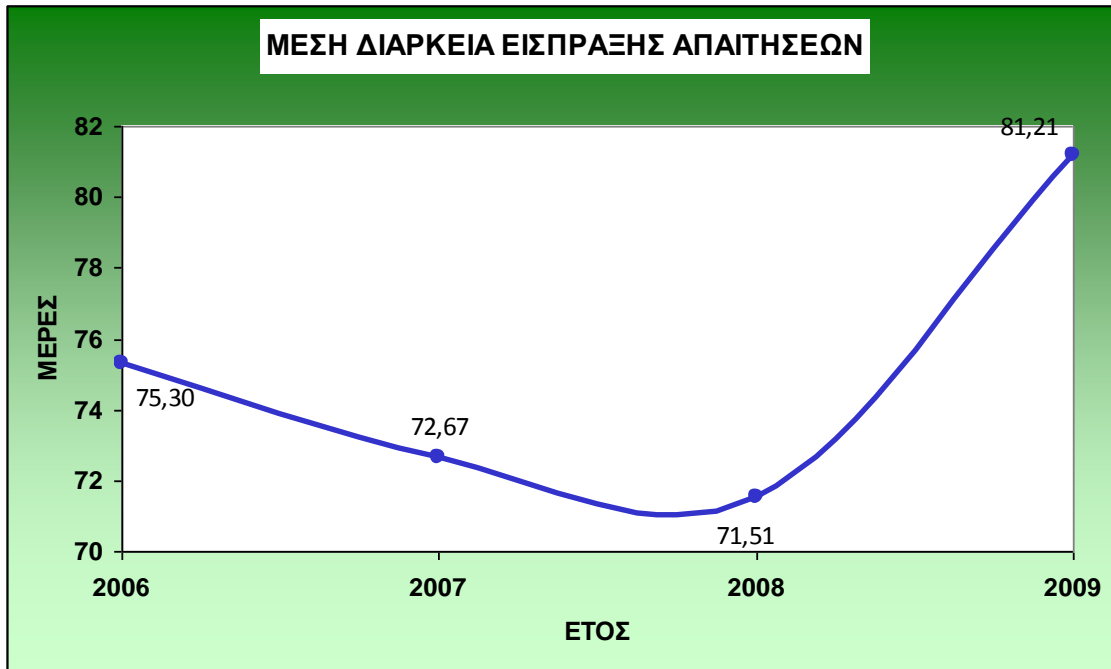
Διάγραμμα 5: Δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων

Παρατηρείται μία σημαντική κάμψη το έτος 2008, η οποία οφείλεται στη ζημιογόνα χρήση του έτους, παρόλα αυτά υπάρχει ελπιδοφόρα ανάκαμψη το έτος 2009 η οποία είναι επιθυμητή από τη διοίκηση, τους μετόχους και φυσικά τους υποψήφιους επενδυτές.

8.7.3 Ανάλυση με αριθμοδείκτες Δραστηριότητας (Activity ratios)

Με τους δείκτες δραστηριότητας θα αξιολογηθεί ο βαθμός αποτελεσματικότητας της επιχείρησης στη χρησιμοποίηση των περιουσιακών της στοιχείων.

1. Δείκτης Ταχύτητας Είσπραξης Απαιτήσεων (Receivables turnover)



Διάγραμμα 6: Δείκτης μέσης διάρκειας είσπραξης απαιτήσεων

Το διάγραμμα επαληθεύει το πρόβλημα ρευστότητας της επιχείρησης, καθώς παρατηρείται μία αύξηση της μέσης διάρκειας είσπραξης σε 2,5 μήνες περίπου. Οι απαιτήσεις της επιχείρησης είναι μεγάλες σε σύγκριση με τις πωλήσεις της και η μικρή ταχύτητα είσπραξης των απαιτήσεων σημαίνει μεγαλύτερη πιθανότητα ζημιών από επισφαλείς πελάτες. Παρόλα αυτά, η παρακολούθηση της τάσης είναι διαχρονικά χρήσιμη για την αξιολόγηση της ποιότητας και της ρευστότητας των απαιτήσεων.

2. Δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού (Asset Turnover ratio)

Ο εν λόγω αριθμοδείκτης παρέχει ενδείξεις για το πόσο η επιχείρηση χρησιμοποιεί εντατικά τα περιουσιακά της στοιχεία προκειμένου να πραγματοποιεί τις πωλήσεις της.



Διάγραμμα 7: Δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού

Ο δείκτης δεν είναι πολύ υψηλός, δηλαδή δεν υπάρχει υπερεπένδυση κεφαλαίων στην επιχείρηση σε σχέση με το ύψος των πωλήσεων. Βέβαια τα στοιχεία του δείκτη επηρεάζονται σε μεγάλο βαθμό και από τη μέθοδο αποσβέσεων που ακολουθεί η διοίκηση της επιχείρησης.

8.7.4 Ανάλυση με αριθμοδείκτες Χρηματοδότησης

1. Χρηματοδότηση ενεργητικού με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας



Διάγραμμα 8: Χρηματοδότηση με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας

2. Χρηματοδότηση ενεργητικού με ίδια κεφάλαια



Διάγραμμα 9: Χρηματοδότηση με ίδια κεφάλαια

3. Χρηματοδότηση κυκλοφορούντος ενεργητικού με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας



Διάγραμμα 10: Χρηματοδότηση κυκλοφορούντος ενεργητικού με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας

Από τα διαγράμματα χρηματοδότησης, διαπιστώνεται ότι κατά τη διάρκεια της τετραετίας τα ίδια κεφάλαια της εταιρείας παραμένουν μεγαλύτερα του ύψους των πάγιων περιουσιακών της στοιχείων.

Επίσης παρατηρείται ότι η επιχείρηση δεν εμφανίζει ιδιαίτερη δυσκολία να καλύψει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της με το κυκλοφορούν ενεργητικό. Οι ισολογισμοί δείχνουν μία αύξηση του κυκλοφορούντος ενεργητικού η οποία οφείλεται κυρίως στην αύξηση των πελατών. Παράλληλα οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις αυξάνονται με σταθερό ρυθμό όπως σε αναλογία με τους προμηθευτές.

Το γεγονός ότι σε περίοδο κρίσης η εταιρεία δεν έχει δανειακές υποχρεώσεις την κάνει πιο ελκυστική στα μάτια των επενδυτών.

Αυτό συμβαίνει επειδή:

- Δεν έχει υποχρεώσεις στις τράπεζες, γεγονός που αυξάνει τους δείκτες ρευστότητάς της
- Δίνει τη δυνατότητα στον υποψήφιο επενδυτή να δανειστεί ("μόχλευση") επενδύοντας στην επιχείρηση χωρίς τη χρήση προσωπικών κεφαλαίων.

Η εταιρεία δεν έχει εξωτερικό δανεισμό και κατά συνέπεια δεν απαιτείται ο υπολογισμός των δεικτών δανειακής επιβάρυνσης.

9. ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ SKY EXPRESS

9.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η αποτίμηση μίας επιχείρησης σπάνια αποτελεί εύκολο έργο για κάποια μοντέλα, όσο έγκυρα και να είναι αυτά. Αν στις σημαντικότερες ενδογενείς δυσκολίες της αποτίμησης, προστεθούν και οι σκοπιμότητες που πολλές φορές υπάρχουν γύρω από το θέμα αυτό, τότε η κατάσταση περιπλέκεται περαιτέρω.

Το Ελληνικό Λογιστικό Σύστημα – «συντηρητικό» από τη φύση του – αποτιμά τις συμμετοχές σε μη εισηγμένες εταιρίες στη λογιστική τους αξία και σε όσες περιπτώσεις οι εταιρείες πράττουν διαφορετικά τότε οι παρατηρήσεις των Ορκωτών Ελεγκτών έρχονται να αποκαταστήσουν την τάξη.

9.2 ΜΕΘΟΔΟΣ Α': ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗ ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ & ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΜΕΝΗ ΜΕΣΗ ΕΤΗΣΙΑ ΥΠΕΡΠΡΟΣΟΔΟΣ ΤΩΝ 4 ΤΕΛΕΥΤΑΙΩΝ ΕΤΩΝ

Η μέθοδος αυτή συνίσταται σε επιχειρήσεις που πραγματοποιούν πολύ μικρά κέρδη ή έχουν ζημίες ή έχουν διακόψει τη λειτουργία τους (αδράνεια). Κατά την μέθοδο αυτή, τα επιμέρους περιουσιακά στοιχεία αποτιμούνται στην τρέχουσα αξία αποκτήσεώς τους.

Στην κατά τον τρόπο αυτόν προκύπτουσα καθαρή θέση προστίθεται το goodwill της εταιρίας, το άθροισμα δε των δύο αυτών μεγεθών δίνει τη συνολική αξία της εταιρίας. Το goodwill της εταιρίας υπολογίζεται με βάση το μέσο όρο των οργανικών καθαρών κερδών (ολικών αποτελεσμάτων εκμετάλλευσης) της τελευταίας 5ετίας. Από τα κέρδη αυτά εκπίπτονται οι τόκοι των ιδίων κεφαλαίων, υπολογιζόμενοι με το τρέχον επιτόκιο (λήφθηκε το επιτόκιο τίτλων σταθερής απόδοσης του Ελληνικού Δημοσίου με μια προσαύξηση).

Η τυχόν θετική διαφορά που απομένει συνιστά την ετήσια υπερπρόσοδο, η οποία κεφαλαιοποιούμενη με το επιτόκιο κεφαλαιοποίησης (προεξοφλήσεως) δίδει τη συνολική αξία του goodwill. Δηλαδή, σαν goodwill θεωρείται η αρχική αξία διηνεκούς ράντας, της οποίας ετήσιος όρος είναι η παραπάνω θετική διαφορά και επιτόκιο το επιτόκιο προεξοφλήσεως. Επειδή όμως είναι βέβαιο ότι η εταιρία θα εξακολουθήσει στο διηνεκές να πραγματοποιεί την αυτήν ετήσια υπερπρόσοδο, στην παρούσα μελέτη λήφθηκε ράντα πρόσκαιρος, διάρκειας 5 ετών.

➤ **Εκτίμηση με βάση τα κέρδη που πραγματοποιήθηκαν την τελευταία τετραετία:**

Για τον προσδιορισμό της αποτίμησης της τρέχουσας αξίας των παγίων στοιχείων , των αποθεμάτων καθώς και των απαιτήσεων και υποχρεώσεων ελήφθησαν:

- Για τα πάγια, την αξία κτήσεως τους μείον τις διενεργηθείσες συσσωρευμένες αποσβέσεις.
- Για τα αποθέματα, την αποτίμηση τους όπως εμφανίζεται στον τελευταίο Ισολογισμό της εταιρείας.
- Για τις απαιτήσεις, το συνολικό ποσό που αναφέρεται στις τελευταίες οικονομικές καταστάσεις μείον τα πιθανολογούμενα ποσά απωλειών από επισφαλείς πελάτες και η μη διενεργηθείσα πρόβλεψη αποζημίωσης προσωπικού, όπως αυτά αναφέρονται στην έκθεση ελέγχου του Ορκωτού Ελεγκτή Λογιστή.

Κατά τον τρόπο αυτό η προκύπτουσα καθαρή θέση είναι ίση με την εσωτερική λογιστική αξία της επιχείρησης μείον:

- α) το ποσό των επισφαλών απαιτήσεων για το οποίο δεν έχει δημιουργηθεί σχετική πρόβλεψη και
- β) το ποσό της πρόβλεψης για αποζημίωση προσωπικού που δεν έχει διενεργηθεί.

Πίνακας 5: Υπολογισμός προκύπτουσας Καθαρής Θέσης

| | | |
|--|---|-----------------------|
| Ίδια κεφάλαια εταιρείας τελευταίου Ισολογισμού | | € 1.430.576,58 |
| Μείον | α) Μη διενεργηθείσες προβλέψεις επισφαλών απαιτήσεων. | € 271.650,00 |
| | β) Μη διενεργηθείσα πρόβλεψη αποζημίωσης προσωπικού | € 69.840,00 |
| Προκύπτουσα Καθαρή Θέση Εταιρείας | | € 1.089.086,58 |

Η υπεραξία (goodwill) της επιχείρησης υπολογίζεται με βάση τον μέσο όρο των οργανικών καθαρών κερδών της τελευταίας 4ετίας. Από τα κέρδη αυτά αφαιρούνται οι τόκοι των ιδίων κεφαλαίων, υπολογιζόμενοι με το τρέχον επιτόκιο. Η απομένουσα διαφορά είναι η ετήσια υπερπρόσοδος. Η εταιρεία έχει πρώτη χρήση υπερδωδεκάμηνη με πρώτο δημοσιευμένο Ισολογισμό αυτόν της 31/12/06. Κατά συνέπεια έχουμε για κάθε έτος:

Πίνακας 6: Υπολογισμός Μ.Ο. Απασχ. Κεφαλαίων και Αποτ. Εκμ/σης

| Έτος | Μικτά Οργ. Απ/τα Εκμ/ως | Λογιστική Καθαρή Θέση |
|---------------|-------------------------|-----------------------|
| 2006 | € 60.678,81 | € 456.807,61 |
| 2007 | € 487.040,65 | € 472.678,26 |
| 2008 | € -301.044,52 | € 457.272,00 |
| 2009 | € 79.151,24 | € 1.430.576,58 |
| Σύνολο | € 325.826,18 | € 2.817.334,45 |
| Μ.Ο. | € 81.456,55 | € 704.333,61 |

Συνεπώς:

Τα μέσα ετήσια απασχολούμενα κεφάλαια είναι : € 704.333,61

Τα μέσα ετήσια αποτελέσματα : € 81.456,55

Η ετήσια υπερπρόσοδος, κεφαλαιοποιούμενη με το τρέχον επιτόκιο μας δίνει την συνολική υπεραξία (goodwill) της επιχείρησης. Για τον υπολογισμό αυτόν λαμβάνουμε ράντα διάρκειας 5 ετών με αρχική αξία την υπερπρόσοδο που υπολογίσαμε ανωτέρω.

Με την υπόθεση ότι το κανονικό κέρδος μπορεί να κυμανθεί από 6% - 10%, η υπεραξία (goodwill) της επιχείρησης για την τετραετία 2006 - 2009 προσδιορίζεται για κάθε ποσοστό κερδών ως εξής:

Πίνακας 7: Υπολογισμός Υπεραξίας (Μέθοδος Α')

| Κέρδος | Απασχολούμενα Κεφάλαια (€) | Κανονική απόδοση (€) | Οργανικά αποτελ/τα εκμεταλλεύσεως (€) | Goodwill (€) |
|-----------|----------------------------|--------------------------------|---------------------------------------|------------------------------|
| α | β | $\gamma = \alpha \times \beta$ | δ | $\epsilon = \delta - \gamma$ |
| 6% | 704.333,61 | 42.260,02 | 81.456,55 | 39.196,53 |
| 7% | 704.333,61 | 49.303,35 | 81.456,55 | 32.153,19 |

| Κέρδος | Απασχολούμενα Κεφάλαια (€) | Κανονική απόδοση (€) | Οργανικά αποτελ/τα εκμεταλλεύσεως (€) | Goodwill (€) |
|------------|-------------------------------|-------------------------|--|-----------------|
| α | β | γ = α x β | δ | ε = δ-γ |
| 8% | 704.333,61 | 56.346,69 | 81.456,55 | 25.109,86 |
| 9% | 704.333,61 | 63.390,03 | 81.456,55 | 18.066,52 |
| 10% | 704.333,61 | 70.433,36 | 81.456,55 | 11.023,18 |

Εφαρμόζοντας λοιπόν για κάθε ποσοστό κέρδους τον ανωτέρω τύπο προσδιορισμού της αξίας, έχουμε:

Πίνακας 8: Υπολογισμός Αξίας Επιχείρησης (Μέθοδος Α')

| Ποσοστό Κέρδους (τόκοι) | Πραγματική καθαρή θέση (€) | Κεφαλοποιούμενο Goodwill (€) | Συνεπελεστής προεξόφλησης χρονικής ροής $\Delta(r,n)$ | Αξία Επιχειρήσεως (€) |
|-------------------------------|----------------------------------|---------------------------------|--|-----------------------------|
| 6% | 1.089.086,58 | 39.196,53 | 4,21236379 | 1.254.196,62 |
| 7% | 1.089.086,58 | 32.153,19 | 4,10019744 | 1.220.921,02 |
| 8% | 1.089.086,58 | 25.109,86 | 3,99271004 | 1.189.342,95 |
| 9% | 1.089.086,58 | 18.066,52 | 3,88965126 | 1.159.359,04 |
| 10% | 1.089.086,58 | 11.023,18 | 3,79078677 | 1.130.873,12 |

Όπου:

$$\Delta(r,n) = \sum_{t=1}^n \frac{I}{(1+r)^t} = \frac{\left[1 - \frac{1}{(1+r)^n}\right]}{r}$$

Δηλαδή, ανάλογα με το ποσοστό κέρδους (επιτόκιο) που θεωρούμε κανονικό, η αξία της επιχείρησης εκτιμάται από 1,13 εκ. ευρώ (ποσοστό κέρδους 10%) μέχρι 1,25 εκ. ευρώ (ποσοστό κέρδους 6%) και με **M.O 1,19 εκ. ευρώ**.

9.3 ΜΕΘΟΔΟΣ Β': ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΗ ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ & ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΜΕΝΗ ΜΕΣΗ ΕΤΗΣΙΑ ΠΡΟΒΛΕΠΟΜΕΝΗ ΥΠΕΡΠΡΟΣΟΔΟΣ ΤΩΝ 5 ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΩΝ ΕΤΩΝ

Για τον υπολογισμό της υπερπροσόδου λαμβάνεται σαν βάση ο μέσος όρος των πιθανολογούμενων οργανικών κερδών της προσεχούς 5ετίας, από τον οποίο εκπίπτει ο τόκος του ίδιου κεφαλαίου που θα απασχοληθεί.

Η τυχόν θετική διαφορά που απομένει θεωρείται σαν σταθερός ετήσιος όρος ράντας πρόσκαιρης διάρκειας 5 ετών που δίνει με το επιτόκιο κεφαλαιοποίησης, τη συνολική υπερπρόσοδο.

➤ Εκτίμηση με βάση τα προβλεπόμενα για την προσεχή πενταετία κέρδη:

Στο πλαίσιο της ελληνικής οικονομίας, η εταιρεία δραστηριοποιείται σε μία ολιγοπωλιακή αγορά (κλάδος αεροπορικών εταιρειών). Η διαμόρφωση των συνθηκών στην συγκεκριμένη αγορά, καθώς επίσης και το γεγονός της άδειας για την εξυπηρέτηση των ακριτικών νησιών που έλαβε μέσα στο 2010 από το αρμόδιο υπουργείο, δημιουργούν ευοίωνες προοπτικές πωλήσεως των υπηρεσιών της εταιρείας στο μέλλον. Με συντηρητικούς υπολογισμούς, προβλέπεται τα ετήσια μικτά αποτελέσματα εκμεταλλεύσεως της εταιρείας να αυξηθούν, κατά την προσεχή πενταετία (2010 - 2014), κατά 50% περίπου και να διαμορφωθούν ως εξής:

Πίνακας 9: Υπολογισμός Μελλοντικών Μικτών Απ/των Εκμ/σης (Μέθοδος Β')

| Χρήση | Μικτά Οργ. Απ/τα προηγ. Χρήσεων (€) | Συντελεστής. Αύξησης | Μικτά Οργ. Απ/τα τρέχουσας Χρήσεων (€) |
|-------|-------------------------------------|----------------------|--|
| 2010 | 79.151,24 | 1,50 | 118.726,86 |
| 2011 | 118.726,86 | 1,50 | 178.090,29 |
| 2012 | 178.090,29 | 1,50 | 267.135,44 |
| 2013 | 267.135,44 | 1,50 | 400.703,15 |
| 2014 | 400.703,15 | 1,50 | 601.054,73 |
| Μ.Ο. | | | 313.142,09 |

Η υπεραξία (goodwill) της επιχείρησης για τα ποσοστά κανονικού κέρδους 6% έως 10% προσδιορίζεται ως εξής:

Πίνακας 10: Υπολογισμός Υπεραξίας (Μέθοδος Β')

| Κέρδος | Απασχολούμενα κεφάλαια (€) | Κανονική απόδοση (€) | Οργανικά αποτελ/τα εκμεταλλεύσεως (€) | Goodwill (€) |
|------------|----------------------------|----------------------|---------------------------------------|--------------|
| α | β | γ = α x β | δ | ε = δ-γ |
| 6% | 1.089.086,58 | 65.345,19 | 313.142,09 | 247.796,90 |
| 7% | 1.089.086,58 | 76.236,06 | 313.142,09 | 236.906,03 |
| 8% | 1.089.086,58 | 87.126,93 | 313.142,09 | 226.015,17 |
| 9% | 1.089.086,58 | 98.017,79 | 313.142,09 | 215.124,30 |
| 10% | 1.089.086,58 | 108.908,66 | 313.142,09 | 204.233,44 |

Εφαρμόζοντας λοιπόν για κάθε ποσοστό κέρδους τον ανωτέρω τύπο προσδιορισμού της αξίας, έχουμε:

Πίνακας 11: Υπολογισμός Αξίας Επιχείρησης (Μέθοδος Β')

| Ποσοστό Κέρδους (τόκοι) | Πραγματική καθαρή (€) θέση | Κεφαλοποιούμενο Goodwill (€) | Συντελεστής προεξόφλησης χρονικής ροής Δ (r,n) | Αξία Επιχειρήσεως (€) |
|-------------------------|----------------------------|------------------------------|--|-----------------------|
| 6% | 1.089.086,58 | 247.796,90 | 4,21236379 | 2.132.897,26 |
| 7% | 1.089.086,58 | 236.906,03 | 4,10019744 | 2.060.448,09 |
| 8% | 1.089.086,58 | 226.015,17 | 3,99271004 | 1.991.499,61 |
| 9% | 1.089.086,58 | 215.124,30 | 3,88965126 | 1.925.845,09 |
| 10% | 1.089.086,58 | 204.233,44 | 3,79078677 | 1.863.291,98 |

Όπου:

$$\Delta(r,n) = \sum_{t=1}^n \frac{1}{(1+r)^t} = \frac{\left[1 - \frac{1}{(1+r)^n}\right]}{r}$$

Συνεπώς, με βάση τα εκτιμώμενα μελλοντικά κέρδη και ανάλογα με το ποσοστό κέρδους που θεωρούμε ως κανονικό, η αξία της επιχείρησης εκτιμάται από 1,86 εκ ευρώ (ποσοστό κέρδους 10%) έως 2,13 εκ ευρώ (ποσοστό κέρδους 6%) και με **M.O** **1,99 εκ. ευρώ.**

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΑΙΑ

9.4 ΜΕΘΟΔΟΣ Γ': ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ & ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΜΕΝΗ ΜΕΣΗ ΕΤΗΣΙΑ ΠΡΟΒΛΕΠΟΜΕΝΗ ΥΠΕΡΠΡΟΣΟΔΟΣ ΤΩΝ 5 ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΩΝ ΕΤΩΝ

- Εκτίμηση με βάση τα προβλεπόμενα για την προσεχή πενταετία κέρδη στην λογιστική καθαρή θέση:

Η μέθοδος αυτή εφαρμόζεται όταν η λογιστική καθαρή θέση της επιχειρήσεως εκτιμάται ότι δεν απέχει πολύ από την πραγματική καθαρή θέση αυτής. Κατά τα λοιπά εφαρμόζονται όσα και στην προηγούμενη μέθοδο.

Έχουμε λοιπόν κατά τα παραπάνω:

| | |
|--|----------------------|
| Αντικατάσταση της υπολογισθείσας Πραγματικής Καθαρής Θέσης | €1.089.086,58 |
| Με την Λογιστική Καθαρή Θέση | €1.430.576,58 |

Πίνακας 12: Υπολογισμός Μελλοντικών Μικτών Απ/των Εκμ/σης (Μέθοδος Γ')

| Χρήση | Μικτά Οργ. Απ/τα προηγ. Χρήσεως (€) | Συντελ. Αύξησης | Μικτά Οργ. Απ/τα τρέχουσας Χρήσεως (€) |
|-------------|-------------------------------------|-----------------|--|
| 2010 | 79.151,24 | 1,50 | 118.726,86 |
| 2011 | 118.726,86 | 1,50 | 178.090,29 |
| 2012 | 178.090,29 | 1,50 | 267.135,44 |
| 2013 | 267.135,44 | 1,50 | 400.703,15 |
| 2014 | 400.703,15 | 1,50 | 601.054,73 |
| | Μ.Ο. | | € 313.142,09 |

Η υπεραξία (goodwill) της επιχείρησης για τα ποσοστά κανονικού κέρδους 6% έως 10% προσδιορίζεται ως εξής:

Πίνακας 13: Υπολογισμός Υπεραξίας (Μέθοδος Γ')

| Κέρδος | Απασχολούμενα κεφάλαια (€) | Κανονική απόδοση (€) | Οργανικά αποτελτα εκμεταλλεύσεως (€) | Goodwill (€) |
|------------|----------------------------|----------------------|--------------------------------------|--------------|
| α | β | γ = α x β | δ | ε = δ-γ |
| 6% | 1.430.576,58 | 85.834,59 | 313.142,09 | 227.307,50 |
| 7% | 1.430.576,58 | 100.140,36 | 313.142,09 | 213.001,73 |
| 8% | 1.430.576,58 | 114.446,13 | 313.142,09 | 198.695,97 |
| 9% | 1.430.576,58 | 128.751,89 | 313.142,09 | 184.390,20 |
| 10% | 1.430.576,58 | 143.057,66 | 313.142,09 | 170.084,44 |

Εφαρμόζοντας λοιπόν για κάθε ποσοστό κέρδους τον ανωτέρω τύπο προσδιορισμού της αξίας, έχουμε:

Πίνακας 14: Υπολογισμός Αξίας Επιχείρησης (Μέθοδος Γ')

| Ποσοστό Κέρδους (τόκοι) | Πραγματική καθαρή θέση (€) | Κεφαλοποιούμενο Goodwill (€) | Συντελεστής προεξόφλησης χρονικής ροής Δ (r,n) | Αξία Επιχειρήσεως (€) |
|-------------------------|----------------------------|------------------------------|--|-----------------------|
| 6% | 1.430.576,58 | 227.307,50 | 4,21236379 | 2.388.078,46 |
| 7% | 1.430.576,58 | 213.001,73 | 4,10019744 | 2.303.925,74 |
| 8% | 1.430.576,58 | 198.695,97 | 3,99271004 | 2.223.911,96 |
| 9% | 1.430.576,58 | 184.390,20 | 3,88965126 | 2.147.790,16 |
| 10% | 1.430.576,58 | 170.084,44 | 3,79078677 | 2.075.330,41 |

Όπου:

$$\Delta(r,n) = \sum_{t=1}^n \frac{1}{(1+r)^t} = \frac{\left[1 - \frac{1}{(1+r)^n}\right]}{r}$$

Συνεπώς, με βάση τα εκτιμώμενα μελλοντικά κέρδη και ανάλογα με το ποσοστό κέρδους που θεωρούμε ως κανονικό, η αξία της επιχείρησης εκτιμάται από 2,07 εκ ευρώ (ποσοστό κέρδους 10%) έως 2,38 εκ ευρώ (ποσοστό κέρδους 6%) και με **M.O 2,2 εκ. ευρώ.**

9.5 ΜΕΘΟΔΟΣ Δ': ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ ΜΕ ΚΕΡΔΗ ΤΗΣ ΤΕΛΕΥΤΑΙΑΣ ΠΕΝΤΑΕΤΙΑΣ

Σε αντίθεση με το Ε.Λ.Σ., μία άλλη αρχή, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, για την εκτίμηση των συμμετοχών που δεν είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο, χρησιμοποιεί τον ακόλουθο τύπο:

Πραγματική Καθαρή Θέση + (μέσος όρος οργανικών κερδών πενταετίας) X 12

2

Το πλεονέκτημα της μεθόδου αυτής είναι ότι προσπαθεί να συνεκτιμήσει τόσο το ύψος της καθαρής θέσης, όσο και της κερδοφορίας της εταιρείας σε ένα βάθος χρόνου και μάλιστα της οργανικής κερδοφορίας.

Τα μειονεκτήματα του είναι κυρίως ότι «τιμωρεί» τις εταιρείες που έχουν υψηλό growth και έτσι η μέση οργανική τους κερδοφορία είναι σαφώς χαμηλότερη από την τρέχουσα (και πιθανότατα από τη μελλοντική) και ότι δεν συνεκτιμά τις ιδιαιτερότητες στην αποτίμηση του κάθε κλάδου. Το μοντέλο επίσης δεν συνεκτιμά τις προοπτικές, αλλά κάτι τέτοιο δεν θα μπορούσε να το περιμένει κανείς από έναν φορέα όπως η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, καθώς – λόγω της φύσεως και του ρόλου της – δεν είναι σε θέση να προβλέψει το μέλλον, παρά να περιοριστεί στα ιστορικά στοιχεία.

Επομένως, εφαρμόζοντας τον ανωτέρω τύπο έχουμε:

Αξία επιχειρήσεως = **€1.033.282**

Όπου:

Πραγματική καθαρή θέση: €1.089.086,58

Μέσος όρος οργανικών κερδών της τελευταίας 4ετίας: €81.456,55

9.6 ΜΕΘΟΔΟΣ Ε': ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ ΜΕ ΠΡΟΒΛΕΠΟΜΕΝΑ ΚΕΡΔΗ ΤΗΣ ΠΡΟΣΕΧΟΥΣ ΠΕΝΤΑΕΤΙΑΣ

Εάν αντί του μέσου όρου των κερδών της τελευταίας πενταετίας, λάβουμε το μέσο όρο των μελλοντικών κερδών για την προσεχή πενταετία, έχουμε:

$$\frac{\text{Πραγματική Καθαρή Θέση} + (\text{μέσος όρος οργανικών κερδών πενταετίας}) \times 12}{2}$$

Αξία επιχειρήσεως = **€1.878.852**

Όπου:

Πραγματική καθαρή θέση: €1.089.086,58

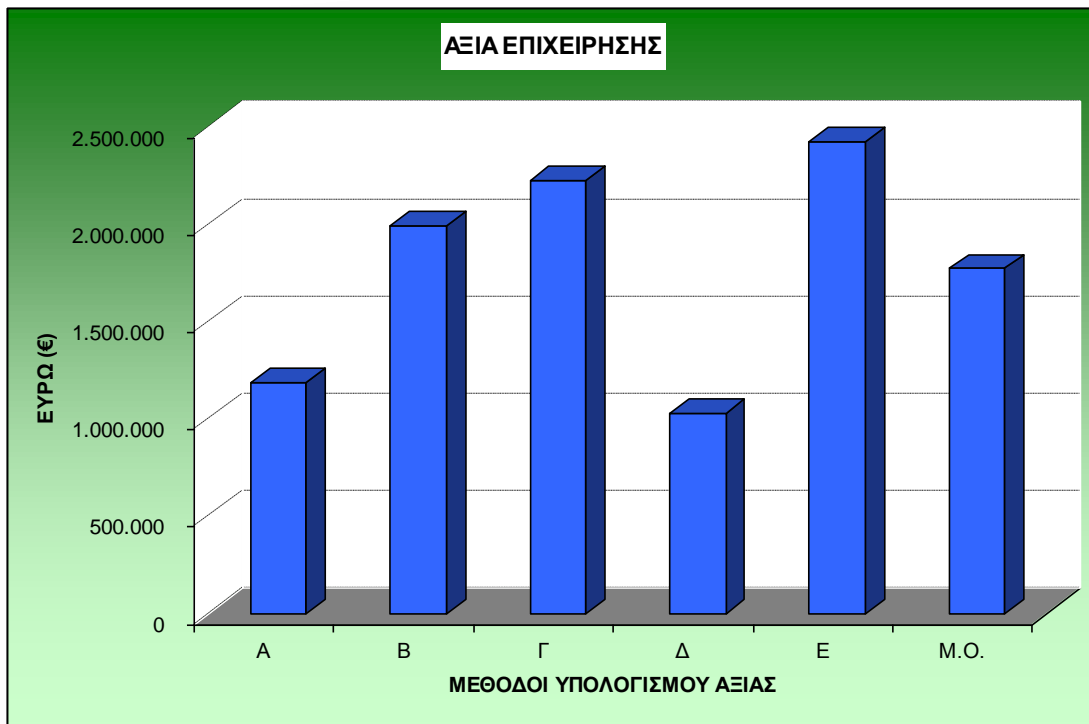
Μέσος όρος οργανικών κερδών της προσεχούς 5ετίας: € 313.142,09

9.7 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Ανακεφαλαιώνοντας, οι εφαρμοσθείσες μέθοδοι εκτίμησης της αγοραίας αξίας της επιχείρησης έδωσαν τα εξής αποτελέσματα:

Πίνακας 15: Αξία Επιχείρησης

| # | ΜΕΘΟΔΟΣ | ΑΞΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ |
|---|--|-----------------------|
| A | Π.Κ.Θ. + ΥΠΕΡΑΞΙΑ προηγ. αποτ/των | €1.190.938,55 |
| B | Π.Κ.Θ. + ΥΠΕΡΑΞΙΑ μελλ. αποτ/των | €1.994.796,41 |
| Γ | Λ.Κ.Θ. + ΥΠΕΡΑΞΙΑ μελλ. αποτ/των | €2.227.807,34 |
| Δ | ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ με προηγ. αποτελέσματα | €1.033.282,56 |
| Ε | ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ με μελλ. αποτελέσματα | €2.423.395,85 |
| | Μ.Ο. | €1.774.044,142 |



Ο αριθμητικός μέσος όρος των αποτελεσμάτων των παραπάνω μεθόδων υπολογίζεται στα **€1.774.044**. Το ποσό αυτό αποτελεί μία ενδεικτική τιμή γύρω από την οποία ανέρχεται η αξία της επιχείρησης.

9.8 ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Αρτίκης Γ. 2002, Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων, 3η Έκδοση, Interbooks.
2. Αρτίκης Γ. 2002, Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Αποφάσεις Επενδύσεων, 3η Έκδοση, Interbooks.
3. Γούση Α. 2010, Στρατηγική ανάλυση της Aegean Airlines, Διπλ. Εργασία Πανεπιστήμιο Πειραιώς.
4. Σακέλλης Ε. 2001, Συγχωνεύσεις – Διασπάσεις – Εξαγορές – Μετατροπές Εταιρειών & Εκτίμηση Αξίας Επιχειρήσεων, Εκδ. Ε.Σακέλλη (Γ' Έκδοση).
5. Κοτζαμάνης Σ. 2007, Ειδικά θέματα Επενδύσεων και Χρηματοοικονομικής Διοίκησης, Εκδ. KINITRON Ε.Π.Ε.
6. Σταυρόπουλος Α. 2001, Προσδιορισμός της συνολικής αξίας μιας επιχείρησης, Διδακτορική Διατριβή, Πανεπιστήμιο. Μακεδονίας.

Ηλεκτρονικές Πηγές - Άρθρα

1. Πηγή: www.skyexpress.gr
2. Πηγή: www.airliners.gr
3. Πηγή: ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ, Δευτέρα, 17 Ιουλίου 2006
4. Πηγή: ΑΠΕ-ΜΠΕ, Δευτέρα, 14 Απριλίου 2008
5. Πηγή: ΑΠΕ-ΜΠΕ, Παρασκευή, 20 Φεβρουαρίου 2009
6. Πηγή: ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ, 25 Φεβρουαρίου 2009
7. Πηγή: ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ, 13 Μαΐου 2010
8. Πηγή: ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ, 1 Ιουνίου 2010

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Αρτίκης Γ. 2002, Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων, 3η Έκδοση, Interbooks.
2. Αρτίκης Γ. 2002, Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Αποφάσεις Επενδύσεων, 3η Έκδοση, Interbooks.
3. Γιάντσιος Δ. 2009, Μέθοδοι ανάλυσης εταιριών και αποτίμηση επιχειρήσεων, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας.
4. Γούση Α. 2010, Στρατηγική ανάλυση της Aegean Airlines, Διπλ. Εργασία Πανεπιστήμιο Πειραιώς.
5. Γκλεζάκος Μ. 2004, Εισαγωγή στην ανάλυση της οικονομικής κατάστασης των επιχειρήσεων, Διπλ. Εργασία Πανεπιστήμιο Πειραιώς.
6. Καζαντζής Χρ. 2008, Αρχές και Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Λογιστικής, Εκδόσεις Business Plus A.E.
7. Κόλλια Χρ. 2008, Αποτίμηση Επιχειρήσεων, Διπλ. Εργασία Πανεπιστήμιο Πειραιώς.
8. Κοτζαμάνης Σ. 2007, Ειδικά θέματα Επενδύσεων και Χρηματοοικονομικής Διοίκησης, Εκδ. KINITRON Ε.Π.Ε.
9. Λυμπερόπουλος Αντ. 2009, Χρηματοοικονομική Ανάλυση και Αποτίμηση Επιχειρήσεων, Η περίπτωση των Εισηγμένων Επιχειρήσεων στο Χ.Α, Vivartia A.B.E.E. και Coca Cola H.B.C., ΜΠΣ MBA Πανεπιστήμιο Πατρών.
10. Πάνος Λ. 2010, Εναλλακτικές μέθοδοι αποτίμησης εταιριών, Μέρος Α' και Β', Δημοσίευση (<http://www.bizhelp365.gr>)
11. Πράσιнос Σπ. 2008, Βάσει της μεθόδου Προεξόφλησης Ταμειακών, Διπλ. Εργασία, Πανεπιστήμιο Πειραιά.
12. Σακέλλης Ε. 2001, Συγχωνεύσεις – Διασπάσεις – Εξαγορές – Μετατροπές Εταιρειών & Εκτίμηση Αξίας Επιχειρήσεως, Εκδ. Ε.Σακέλλη (Γ' Έκδοση).
13. Σταυρόπουλος Α. 2001, Προσδιορισμός της συνολικής αξίας μιας επιχείρησης, Διδακτορική Διατριβή, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας.
14. Τσάμης Δ. 2011, Αποτίμηση της αξίας της επιχείρησης με βάση την κερδοφορία στα πλαίσια της διεθνούς και ελληνικής βιβλιογραφίας, Διπλ. Εργασία, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας.

Ηλεκτρονικές Πηγές

1. Πηγή: www.skyexpress.gr
2. Πηγή: www.airliners.gr
3. Πηγή: ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ, Δευτέρα, 17 Ιουλίου 2006
4. Πηγή: ΑΠΕ-ΜΠΕ, Δευτέρα, 14 Απριλίου 2008
5. Πηγή: ΑΠΕ-ΜΠΕ, Παρασκευή, 20 Φεβρουαρίου 2009
6. Πηγή: ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ, 25 Φεβρουαρίου 2009
7. Πηγή: ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ, 13 Μαΐου 2010
8. Πηγή: ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ, 1 Ιουνίου 2010

10. ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ: ΕΤΗΣΙΕΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ (2006-2009)

10.1 ΕΤΗΣΙΟΙ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΙ (2006-2009)

| | 2009 | 2008 | 2007 | 2006 | Δ% 09-08 |
|---|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|-----------------|
| Πάγιο ενεργητικό αρχική αξία | 973.374,69 | 620.767,63 | 325.461,54 | 226.961,13 | 56,80 % |
| Αποσβέσεις | 345.446,38 | 221.472,39 | 161.912,52 | 131.930,69 | 55,98 % |
| Καθαρά πάγια | 627.928,31 | 399.295,24 | 163.549,02 | 95.030,44 | 57,26 % |
| Συμμετοχές | 10.638,22 | 10.207,42 | 6.119,68 | 71.092,96 | 4,22 % |
| Κυκλοφορούν ενεργητικό | 2.383.727,89 | 1.745.083,47 | 1.504.949,94 | 2.456.460,22 | 36,60 % |
| Αποθέματα | 455.890,58 | 350.757,85 | 183.765,02 | 61.260,43 | 29,97 % |
| Απαιτήσεις | 1.606.436,01 | 1.332.633,07 | 1.028.121,70 | 1.987.639,84 | 20,55 % |
| Χρεόγραφα | | | | | |
| Διαθέσιμα | 321.401,30 | 61.692,55 | 293.063,22 | 407.559,95 | 420,97 % |
| Μεταβατικοί λογαριασμοί | 71.299,75 | 123.115,57 | 113.936,01 | 361.569,75 | -42,09 % |
| ΣΥΝΟΛΙΚΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ | 3.093.594,17 | 2.277.701,70 | 1.788.554,65 | 2.984.153,37 | 35,82 % |
| Ίδια κεφάλαια | 1.430.576,58 | 457.272,00 | 472.678,26 | 456.807,61 | 212,85 % |
| Προβλέψεις | 8.048,80 | 1.591,94 | | | 405,60 % |
| Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις | | | | 366.550,00 | |
| Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις | 1.627.426,94 | 1.796.512,54 | 1.315.876,39 | 2.160.795,76 | -9,41 % |
| Προμηθευτές, Γραμμάτια | 1.627.426,94 | 1.481.312,98 | 636.262,76 | 1.933.786,41 | 9,86 % |
| Τραπεζικές υποχρεώσεις | | 315.199,56 | 389.113,63 | 206.009,35 | |
| Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις | | | 290.500,00 | 21.000,00 | |
| Μεταβατικοί λογαριασμοί | 27.541,85 | 22.325,22 | | | 23,37 % |
| ΣΥΝΟΛΙΚΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟ | 3.093.594,17 | 2.277.701,70 | 1.788.554,65 | 2.984.153,37 | 35,82 % |
| ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΤΑΞΕΩΣ | 4.293.073,05 | 4.813.889,52 | 1.726.206,33 | | -10,82 % |

Πίνακας 16: Ετήσιοι Ισολογισμοί (2006-2009)

10.2 ΕΤΗΣΙΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΗΣ (2006-2009)

| | 2009 | 2008 | 2007 | 2006 | Δ% 09-08 |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| ΚΥΚΛΟΣ ΕΡΓΑΣΙΩΝ | 7.220.580,20 | 6.801.719,74 | 5.067.376,71 | 9.634.681,54 | 6,16 % |
| Κόστος πωλήσεων | 6.178.369,66 | 5.823.907,30 | 4.117.838,58 | 9.152.446,48 | 6,09 % |
| ΜΙΚΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ | 1.042.210,54 | 977.812,44 | 949.538,13 | 482.235,06 | 6,59 % |
| Διοικητικά και λοιπά λειτουργικά εξόδα | 963.059,30 | 1.278.856,96 | 467.071,83 | 421.556,25 | -24,69 % |
| Ενσωματωμένες αποσβέσεις | 123.973,99 | 59.559,87 | 29.981,83 | 131.930,69 | 108,15 % |
| ΚΠΤΦΑ | 203.125,23 | -241.484,65 | 512.448,13 | 192.609,50 | |
| ΚΠΤΦ | 79.151,24 | -301.044,52 | 482.466,30 | 60.678,81 | |
| Χρηματοοικονομικά αποτελέσματα | | | | | |
| Μη λειτουργικά αποτελέσματα | | | | | |
| ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ | 202.304,58 | -419.050,51 | 380.494,20 | 114.417,07 | |
| Φόροι διάθεσης κερδών | | | 95.123,55 | 36.613,46 | |
| Μερίσματα | | | 269.500,00 | 21.000,00 | |

Πίνακας 17: Ετήσια Απ/τα Χρήσης (2006-2009)