

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ



Τμήμα Ψηφιακών Συστημάτων
Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα Σπουδών
Τεχνοοικονομική Διοίκηση Ψηφιακών Συστημάτων

Διπλωματική Εργασία

«Αποτίμηση επιχειρήσεων»

Λούκος Δημήτριος ΜΤΕ 1153

Επιβλέπων: Αρτίκης Γεώργιος

Ιούνιος 2013

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Ευχαριστίες

Η διπλωματική αυτή εκπονήθηκε στο μεταπτυχιακό πρόγραμμα σπουδών του Τμήματος Ψηφιακών Συστημάτων και συγκεκριμένα στη Τεχνοοικονομική Διοίκηση Ψηφιακών Συστημάτων του Πανεπιστημίου Πειραιώς (ΠΑ.ΠΕΙ).

Η επίβλεψη της παρούσας πτυχιακής έγινε από τον Καθηγητή Αρτίκη Γεώργιο. Ιδιαίτερα θα ήθελα να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα καθηγητή μου, κύριο Γεώργιο Αρτίκη για την εμπιστοσύνη που μου έδειξε κι ανέλαβε την επίβλεψη της διπλωματικής μου εργασίας.

Ελπίζω η εμπειρία από τη συνεργασία μας να ήταν το ίδιο ευχάριστη για εκείνον, όσο ήταν για μένα και να υπάρξει έτσι περαιτέρω συνεργασία μας στο μέλλον.

Τέλος, θερμές ευχαριστίες στους αναγνώστες της παρούσης εργασίας και τα μέλη της εξεταστικής επιτροπής.

Αθήνα, 30/06/13

Δημήτρης Γ Λούκος

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 1 (Υπολογισμός Μεταβολών).....	59
Πίνακας 2 (Υπολογισμός Υπολειμματικής ταμιακής ροής).....	59
Πίνακας 3 (Υπολογισμός Κόστος Κεφαλαίου).....	60
Πίνακας 4 (Υπολογισμός Κόστος Κεφαλαίου).....	60
Πίνακας 5 (Υπολογισμός Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων).....	61
Πίνακας 6 (Υπολογισμός Ρυθμού Επανεπένδυσης).....	61
Πίνακας 7 (Υπολογισμός Ρυθμού Ανάπτυξης).....	62
Πίνακας 8 (Υπολογισμός Κεφαλαιοποίησης).....	62
Πίνακας 9 (Υπολογισμός Κεφαλαιοποίησης).....	63
Πίνακας 10 (Συσχέτιση Ανάπτυξης, Κεφαλαίων, Αξίας Επιχείρησης).....	63
Πίνακας 11 (Υπολογισμός Υπολειμματικής ταμιακής ροής).....	64
Πίνακας 12 (Υπολογισμών καθαρών κεφαλαιουχικών Δαπανών).....	65
Πίνακας 13 (Υπολογισμός δείκτη επανεπένδυσης συνολικών κεφαλαίων).....	65
Πίνακας 14 (Υπολογισμός απόδοσης συνολικών κεφαλαίων).....	66
Πίνακας 15 (Υπολογισμός Ρυθμού ανάπτυξης).....	66
Πίνακας 16 (Υπολογισμός κόστος δανείων).....	66
Πίνακας 17 (Υπολογισμός μέσο σταθμικού κόστος κεφαλαίου).....	67
Πίνακας 18 (Υπολογισμός υπολειμματικής ταμιακής ροής).....	67
Πίνακας 19 (Μεταβολή Ρυθμού ανάπτυξης).....	68
Πίνακας 20 (Μεταβολή Ρυθμού ανάπτυξης).....	69

Πίνακας Περιεχομένων

Περίληψη	8
ΘΕΩΡΗΤΙΚΟ ΜΕΡΟΣ.....	9
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1.....	9
1.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	9
1.2 ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΗ ΘΕΜΕΛΙΩΣΗ ΤΗΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ.....	10
1.3 ΠΑΡΕΡΜΗΝΕΙΕΣ ΑΣΤΟΧΙΕΣ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΗΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ.....	10
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2.....	15
ΠΑΡΑΜΕΤΡΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ.....	15
2.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	15
2.2 ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ.....	15
2.2.1 ΚΟΣΤΟΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....	17
2.2.2 ΚΟΣΤΟΣ ΞΕΝΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....	17
2.3 ΡΥΘΜΟΣ ΑΥΞΗΣΗΣ ΤΗΣ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑΣ.....	17
2.3.1 Ιστορικός ρυθμός αύξησης των κερδών.....	18
2.3.2 Πρόβλεψη ρυθμών αύξησης των κερδών.....	18
2.3.3 Ρυθμός αύξησης με βάση τα θεμελιώδη μεγέθη.....	19
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.....	20
ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΩΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ.....	20
3.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	20
3.2 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΑ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ.....	20
3.3 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ.....	21
3.4 ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΤΟΥ GORDON (GORDON GROWTH MODEL).....	21
3.5 ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ ΔΥΟ ΣΤΑΔΙΩΝ.....	22
3.6 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ Η.....	25
3.7 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ ΤΡΙΩΝ ΣΤΑΔΙΩΝ.....	25
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.....	27
ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΑ ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΗΣ ΤΑΜΙΑΚΗΣ ΡΟΗΣ.....	27
4.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	27
4.2 ΟΡΙΣΜΟΣ FCFE.....	27
4.2.1 Μερισμάτα Έναντι FCFE.....	29
4.2.2 Διανομή Χαμηλών Μερισμάτων.....	29
4.2.3 Σταθερότητα.....	30
4.2.4 Μελλοντικές Επενδυτικές Ανάγκες.....	30

4.2.5 Φορολογία.....	30
4.2.6 Μεταφορά Μηνυμάτων.....	30
4.3 Υποδείγματα FCFE	31
4.3.1 Εισαγωγή.....	31
4.3.2 Υπολογισμός Ρυθμού Ανάπτυξης FCFE.....	31
4.3.3 Υπόδειγμα Σταθερής Ανάπτυξης FCFE.....	32
4.3.4 Υπόδειγμα Δύο Περιόδων FCFE.....	34
4.3.5 Υπόδειγμα Τριών Περιόδων FCFE.....	35
4.4 Αποτίμηση FCFE-Ορισμός FCFE	36
4.5 Υπόδειγμα Κόστος Κεφαλαίου	37
4.5.1 Υπόδειγμα Σταθερής Ανάπτυξης.....	37
4.5.2 Υπόδειγμα Δύο Περιόδων Ανάπτυξης.....	38
4.5.3 Υπόδειγμα Τριών Περιόδων Ανάπτυξης.....	39
4.5.4 Υπόδειγμα Προσαρμοσμένης Παρούσας Αξίας.....	39
4.5.5 Υπόδειγμα Κόστος Κεφαλαίου Έναντι Υποδείγματος APV	41
4.5.6 Δανειακή Επιβάρυνση και Αξία Επιχείρησης.....	41
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5	44
5.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ	44
5.2 ΣΧΕΤΙΚΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ.....	44
5.2.1 Price-to-Earnings (P/E).....	45
5.2.2 Price-to-Sales Multiple (P/S).....	47
5.2.3 Price-to-Book Value Multiple (P/BV)	48
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6	50
ΠΡΑΚΤΙΚΟ ΜΕΡΟΣ	50
ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ	50
6.1 Ιστορική αναδρομή.....	50
6.2 Θυγατρικές εταιρίες	56
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7.....	58
ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΩΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ.....	58
7.1 Εισαγωγή.....	58
7.2 Υπόδειγμα FCFE σταθερής ανάπτυξης	58
7.2.1 Ανάλυση Ευαισθησίας	63
7.3 Υπόδειγμα FCFE σταθερής ανάπτυξης	64
7.3.1 Ανάλυση Ευαισθησίας	68
Κεφάλαιο 8	70

Συμπεράσματα.....	70
Κεφάλαιο 9	71
Βιβλιογραφία	71
Ηλεκτρονική Βιβλιογραφία	71
Παράρτημα Α	72
ΣΥΝΑΡΤΗΣΕΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΩΩΝ.....	72
Παράρτημα Οικονομικών Καταστάσεων	72

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

Περίληψη

Το θέμα της σωστής και δίκαιης αποτίμησης επιχειρηματικών ομίλων και μονάδων έχει αποτελέσει αντικείμενο ιδιαίτερης ανάλυσης στις μέρες μας, ειδικότερα τώρα που η εθνική οικονομία παρουσιάζει τεράστια προβλήματα και η χώρα είναι αναγκασμένη να πουλήσει τα περιουσιακά της στοιχεία.

Στην συγκεκριμένη διπλωματική εργασία παρουσιάζονται οι βασικές έννοιες που σχετίζονται με την αποτίμηση, ενώ ιδιαίτερη σημασία δίνεται στην παρουσίαση των υποδειγμάτων υπολογισμού της αξίας μιας επιχείρησης. Επιπρόσθετα, γίνεται αναφορά στη καταλληλότητα και στους περιορισμούς που εμφανίζονται ως προς τις επιχειρήσεις που είναι πιθανά να εφαρμοστούν.

Η εργασία ολοκληρώνεται με την εκτίμηση της αξίας της εταιρείας Πλαίσιο με τη μέθοδο των υπολειμματικών ταμιακών ροών προς τους μετόχους καθώς και με τη μέθοδο των υπολειμματικών ροών προς τη επιχείρηση. Επίσης παραθέτονται τα συμπεράσματα που εδράζονται από τη διαδικασία της αποτίμησης.

Αναλυτικά, η εργασία αποτελείται από δύο μέρη ανάλυσης. Στο πρώτο μέρος, επιχειρείται η θεωρητική ανάλυση της αποτίμησης και παρουσιάζονται οι εξής μέθοδοι: α) υποδείγματα προεξόφλησης μερισμάτων (Dividend Discount Models), β) υποδείγματα υπολειμματικών ταμιακών ροών προς τους μετόχους (Free Cash Flow to Equity Discount Models), γ) υποδείγματα υπολειμματικών ταμιακών ροών προς την επιχείρηση (Free Cash Flow to the Firm Models) και δ) υποδείγματα σχετικής αποτίμησης βάσει πολλαπλασιαστών (Relative Valuation).

Στο δεύτερο μέρος, γίνεται πρακτική εφαρμογή του υποδείγματος υπολειμματικών ταμιακών ροών προς τους μετόχους καθώς και του υποδείγματος υπολειμματικών ροών προς την επιχείρηση - σταθερού ρυθμού ανάπτυξης στην εμπορική εταιρεία Πλαίσιο.

Τέλος η εργασία συνοδεύεται από ένα αρχείο του προγράμματος επεξεργασίας λογιστικών φύλλων το οποίο αποτελεί το εργαλείο με το οποίο έγιναν όλοι οι υπολογισμοί και οι παραδοχές.

ΘΕΩΡΗΤΙΚΟ ΜΕΡΟΣ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

1.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Σύμφωνα με τους Palepu Healy & Bernard ως έννοια της αποτίμησης (valuation) ορίζεται η διαδικασία μετατροπής των μελλοντικών προβλέψεων σε μια εκτίμηση για την αξία μιας επιχειρηματικής μονάδας ή ενός συγκεκριμένου περιουσιακού στοιχείου αυτής. Όπως αναφέρει ο έμπειρος και καταξιωμένος ειδικός στον τομέα της αποτίμησης των επιχειρήσεων Aswath Damodaran, κάθε περιουσιακό στοιχείο έχει μια αξία. Το βασικό σημείο για μια επιτυχημένη επένδυση σε αυτά τα στοιχεία αλλά και για τη διαχείρισή τους, βρίσκεται στον εντοπισμό και κατανόηση όχι μόνο του ποια είναι η αξία τους, αλλά και από πού πηγάζει και εδράζεται αυτή η αξία.

Κάθε στοιχείο που καταγράφεται στον ισολογισμό της επιχείρησης στο ενεργητικό υπάρχει η δυνατότητα αποτίμησης του. Κάποια στοιχεία έχουν χαμηλότερο δείκτη δυσκολίας για να αποτιμηθούν από κάποια άλλα και πολλές λεπτομέρειες μπορεί να διαφέρουν από περίπτωση σε περίπτωση. Επομένως, η αποτίμηση ενός τμήματος μιας ακίνητης περιουσίας απαιτεί διαφορετικά δεδομένα και διαφορετική διαδικασία από την αποτίμηση μιας δημόσια εμπορεύσιμης μετοχής.

Αυτό όμως που είναι σημαντικό δεν είναι οι διαφορές στις τεχνικές αποτίμησης των διαφόρων περιουσιακών στοιχείων, αλλά ο βαθμός ομοιότητας στις βασικές αρχές. Στην αποτίμηση αδιαμφισβήτητα εμπεριέχεται το στοιχείο της αβεβαιότητας, το οποίο συχνά είναι άρρηκτα συνδεδεμένο από το στοιχείο που αποτιμάται. Παρόλα αυτά, το υπόδειγμα αποτίμησης που χρησιμοποιείται μπορεί να αυξήσει αυτή την αβεβαιότητα. Είναι κρίσιμο για την επιτυχία της αποτίμησης να επιλεγθεί από τον αναλυτή το κατάλληλο υπόδειγμα αποτίμησης που ταιριάζει με τα δεδομένα της επιχείρησης στόχος.

Γενικός σκοπός της διαδικασίας της αποτίμησης είναι στις περισσότερες των περιπτώσεων σε διάκριση των μετοχών σε υπερτιμημένες και υποτιμημένες για τον εντοπισμό επενδυτικών ευκαιριών ή επενδυτικών απειλών. Επίσης, η διαδικασία της αποτίμησης οδηγεί τους αναλυτές σε εξαγωγή συμπερασμάτων για τις προσδοκίες της αγοράς όσον αφορά την μελλοντική προοπτική βιωσιμότητας και κερδοφορίας της αποτιμώμενης επιχείρησης (επιχείρησης στόχος), μέσω σύγκρισης των θεμελιωδών στοιχείων της αλλά και με τη δημιουργία σημείων αναφοράς (benchmarks).

Είναι ξεκάθαρο πως η διαδικασία της αποτίμησης αποτελεί βασικό εργαλείο για τη διενέργεια αξιολόγησης επιχειρηματικών γεγονότων και ειδικότερα όσον αφορά τις επιδράσεις στην αξία των επιχειρήσεων που προβαίνουν σε ενέργειες συγχωνεύσεων και εξαγορών. Ακόμη, η εφαρμογή των τεχνικών της αποτίμησης αποτελεί έναν σπουδαίο μηχανισμό ελέγχου και παρακολούθησης ανάμεσα στη

Διοίκηση μιας εταιρείας, στους μετόχους αυτής ή στους αναλυτές για θέματα που επιδρούν στην αξία της εταιρείας, όπως επίσης αποτελεί και ένα σπουδαίο εργαλείο αξιολόγησης των εναλλακτικών στρατηγικών επιλογών της εταιρείας.

1.2 ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΗ ΘΕΜΕΛΙΩΣΗ ΤΗΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Ο Oscar Wilde περιέγραψε το κυνικό άτομο ως εκείνο το οποίο γνωρίζει την «τιμή όλων αλλά την αξία κανενός». Θα μπορούσε να περιγράψει ένα πλήθος αναλυτών και επενδυτών που ενστερνίζονται τη θεωρία επένδυσης του «bigger fool», η οποία υποστηρίζει ότι η αξία ενός περιουσιακού στοιχείου είναι αδιάφορη (χωρίς σημασία) εφόσον υπάρχει ένας «bigger fool» που θέλει να αγοράσει το περιουσιακό στοιχείο. Η θεωρία αυτή μπορεί να δημιουργεί κάποια κέρδη, είναι όμως ένα επικίνδυνο παιχνίδι, καθώς δεν υπάρχει καμία εγγύηση ότι ένας τέτοιος επενδυτής θα είναι παρών όταν έρθει η ώρα της πώλησης και θα είναι πρόθυμος να βάλει τα χρήματα του.

Το αξίωμα μιας σωστής επένδυσης τονίζει ότι ο επενδυτής δεν πληρώνει ποτέ περισσότερο για ένα περιουσιακό στοιχείο απ' όσο αυτό αξίζει, (πολλές φορές θέλει να πληρώσει λιγότερο). Ο ισχυρισμός αυτός (η θεωρία αντίληψης) μπορεί να φαίνεται λογικός και προφανής, όμως δεν υπολογίζεται αρκετές φορές από την αγορά. Κάποιοι υποστηρίζουν (είναι θιασώτες) ότι η αξία ενός περιουσιακού στοιχείου είναι αυτή που δίνει ο κάτοχός του («the value is in the eye of the beholder»), και ότι κάθε τιμή είναι δικαιολογημένη εφόσον υπάρχουν επενδυτές πρόθυμοι να την πληρώσουν. Αυτό μπορεί να ισχύσει μόνο για έργα τέχνης και όχι για οικονομικά περιουσιακά στοιχεία (ειδικά στη παρούσα οικονομική κατάσταση).

Τα οικονομικά περιουσιακά στοιχεία αποκτώνται λόγω των χρηματοροών που αναμένει ο επενδυτής να λάβει απ' αυτά, θεμελίωμα που σημαίνει ότι η τιμή τους θα πρέπει να αντανακλά τις αναμενόμενες χρηματικές ροές τους. Υπάρχουν πολλά σημεία στη διαδικασία της αποτίμησης με τα οποία μπορεί κάποιος να διαφωνήσει, με πιο σημαντικό αυτό που αφορά στην εκτίμηση της πραγματικής αξίας του περιουσιακού στοιχείου και πόσο χρόνο χρειάζονται οι τιμές για να προσαρμοστούν στις πραγματικές αξίες. Πρέπει, όμως, να συμφωνηθεί και να είναι ξεκάθαρο αυτό σε όλους, στο ότι οι τιμές των περιουσιακών στοιχείων δεν μπορούν να εδράζονται στο επιχείρημα ότι υπάρχουν επενδυτές πρόθυμοι να πληρώσουν υψηλότερη τιμή στο μέλλον.

1.3 ΠΑΡΕΡΜΗΝΕΙΕΣ ΑΣΤΟΧΙΕΣ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΗΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ

Έχουν αναπτυχθεί διάφορες στρεβλώσεις, μύθοι γύρω από την έννοια της αποτίμησης, μερικοί από τους οποίους αναφέρονται στη συνέχεια και γίνεται μια προσπάθεια κατάρριψής τους.

1ος Μύθος: Η αντικειμενικότητα της αποτίμησης βασίζεται στο γεγονός ότι οι μέθοδοι αποτίμησης είναι στη πραγματικότητα μαθηματικά μοντέλα.

Παρά το γεγονός ότι τα υποδείγματα που χρησιμοποιούνται στην αποτίμηση είναι ποσοτικά, τα δεδομένα με τα οποία τροφοδοτούνται είναι βασισμένα σε υποκειμενικές εκτιμήσεις (εκτιμήσεις αναλυτών). Επομένως, η τελική αξία που προκύπτει βάσει των μοντέλων αυτών είναι επηρεασμένη από τις προκαταλήψεις και τις θεωρήσεις που εισάγονται στη διαδικασία από τους αναλυτές. Δεν είναι λίγες οι περιπτώσεις όπου ο καθορισμός της τιμής έχει προηγηθεί της αποτίμησης.

Κάποιος θα μπορούσε να ισχυριστεί ότι ένας τρόπος για την αντιμετώπιση του φαινομένου αυτού και επομένως τη βελτίωση της αξιοπιστίας των υπολογισμών είναι ο περιορισμός των προκαταλήψεων. Η εμπειρία έχει δείξει ότι κάτι τέτοιο δεν είναι απολύτως εφικτό. Και αυτό γιατί όλες σχεδόν οι πληροφορίες, αναλύσεις και απόψεις που προέρχονται από το εξωτερικό περιβάλλον σχετικά με μια επιχείρηση είναι αδύνατο να μην έχουν επιρροή στις υποθέσεις που γίνονται κατά τη διαδικασία της αποτίμησης.

Ένας επιπλέον επιβαρυντικός παράγοντας είναι το ότι πολλές φορές η αποτίμηση είναι προσανατολισμένη προς την ικανοποίηση και εξυπηρέτηση συμφερόντων και αποφάσεων που ήδη έχουν τεθεί σαν στόχος. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι σε μια περίπτωση εξαγοράς όπου η διαδικασία αποτίμησης διεξάγεται από την ίδια την εταιρεία-στόχο, είναι αναμενόμενο ότι η προσδιοριζόμενη αξία θα είναι επηρεασμένη προς τα πάνω. Αυτό φυσικά δεν καταργεί τη σημασία της αποτίμησης, απλώς υπογραμμίζει ότι τα αποτελέσματα οποιουδήποτε μοντέλο αποτίμησης θα πρέπει να αντιμετωπίζονται με προσοχή και είναι ανάγκη να επαληθεύονται.

2ος Μύθος: Η αποτίμηση η οποία έχει τεκμηριωθεί και διεξαχθεί σωστά είναι διαχρονική (timeless).

Η αξία που προκύπτει από οποιοδήποτε υπόδειγμα αποτίμησης επηρεάζεται τόσο από πληροφορίες που αφορούν στην επιχείρηση όσο και από πληροφορίες που αφορούν ευρύτερα στην αγορά στην οποία δραστηριοποιείται. Με δεδομένο ότι οι πληροφορίες αυτές δεν είναι στάσιμες, είναι δυναμικές και υπάρχει μια συνεχής ροή δεδομένων (ειδικά σε καταστάσεις οικονομικής κρίσης), η αποτίμηση μιας επιχείρησης απαξιώνεται σε πολύ λίγο χρόνο, γι' αυτό θα πρέπει να ανανεώνεται συνεχώς ώστε να συμπεριλαμβάνει την τρέχουσα πληροφόρηση (τα νέα δεδομένα). Η πληροφόρηση αυτή μπορεί να αφορά ειδικά στην επιχείρηση, να επηρεάζει έναν ολόκληρο τομέα ή να μεταβάλλει τις προσδοκίες για όλες τις επιχειρήσεις της αγοράς.

Ένα απλό παράδειγμα πληροφορίας που αφορά αποκλειστικά στην επιχείρηση είναι η αναφορά κερδών (earnings report), η οποία δε δείχνει μόνο την τρέχουσα οικονομική επίδοση της εταιρείας, αλλά και το επιχειρηματικό μοντέλο (business model) που ακολουθεί η συγκεκριμένη επιχείρηση. Επίσης, πληροφορίες σχετικά με τα μακροοικονομικά μεγέθη μιας χώρας καθώς και τα επίπεδα των επιτοκίων

επιδρούν σημαντικά στα δεδομένα που χρησιμοποιούνται στις αποτιμήσεις. (Μειώσεις επιτοκίου από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα)

Για παράδειγμα, αν η οικονομία βρίσκεται σε κατάσταση ύφεσης, θα πρέπει να γίνει μια επανεκτίμηση των ρυθμών ανάπτυξης που αρχικά είχαν συμπεριληφθεί στο μοντέλο αποτίμησης. Παρομοίως, αν σημειωθεί αύξηση των επιτοκίων δανεισμού, αυτό θα επηρεάσει σημαντικά τα επενδυτικά πλάνα της εταιρείας. Ανεξάρτητα από τις μεταβολές που συντελούνται και τις πληροφορίες που είναι διαθέσιμες γύρω από αυτές, είναι γεγονός ότι η αλλαγή των δεδομένων της αποτίμησης μιας επιχείρησης, σε ορισμένες περιπτώσεις, αντιμετωπίζεται ως πρόβλημα. Για το λόγο αυτό και στις περιπτώσεις που οι αναλυτές αλλάζουν την αποτίμησή τους, τους ζητείται πάντοτε να υπάρχει σοβαρή τεκμηρίωση της αλλαγής αυτής.

3ος Μύθος: Μια ορθή αποτίμηση παρέχει πάντα ακριβή εκτίμηση της αξίας.

Πολλοί αναλυτές συμφωνούν ότι ακόμα και μια άκρως προσεκτική και λεπτομερής αποτίμηση εμπεριέχει αβεβαιότητα ως προς το τελικό αποτέλεσμα, καθώς στους υπολογισμούς εισάγονται υποθέσεις σχετικά με τη μελλοντική κατάσταση της επιχείρησης και της οικονομίας. Όπως αναφέρει ο Damodaran, είναι εκτός πραγματικότητας το να περιμένει ή να απαιτεί κανείς την απόλυτη εγκυρότητα των αποτελεσμάτων μιας αποτίμησης, με δεδομένο ότι τόσο η εκτίμηση των χρηματοροών όσο και των προεξοφλητικών επιτοκίων εμπεριέχει σφάλμα. Αυτό, λοιπόν, που πρέπει κανείς να έχει σαν αξίωμα κατά την αξιολόγηση των αποτελεσμάτων ενός μοντέλου αποτίμησης είναι ότι υπάρχει περιθώριο λάθους. Επιπλέον, ο βαθμός εγκυρότητας των υπολογισμών κυμαίνεται ανάλογα με την κάθε περίπτωση ξεχωριστά.

Πιο συγκεκριμένα, η αποτίμηση μιας μεγάλης και ώριμης εταιρείας (mature firm) με μεγάλη χρονική πορεία οικονομικών επιδόσεων συνήθως δίνει αποτελέσματα που προσεγγίζουν με σχετικά μεγάλη ακρίβεια την πραγματική αξία της επιχείρησης, συγκριτικά με την αποτίμηση μιας επιχείρησης που έχει σχετικά μικρή παρουσία στον κλάδο (young firm). Αν αυτή η νέα επιχείρηση τυγχάνει να δραστηριοποιείται σε μια αναδύομενη αγορά (emerging market), όπου υπάρχει αβεβαιότητα και ως προς το μέλλον της ίδιας της αγοράς, γίνεται εύκολα κατανοητό ότι ο βαθμός εγκυρότητας της αποτίμησης μειώνεται σημαντικά.

4ος Μύθος: Όσο πιο ποσοτικό (quantitative) είναι ένα μοντέλο αποτίμησης, τόσο καλύτερη είναι η αποτίμηση.

Υπάρχει μια γενικότερη αντίληψη ότι όσο πιο σύνθετο και πολύπλοκο είναι ένα υπόδειγμα αποτίμησης, τόσο πιο αξιόπιστα θα είναι τα εξαγόμενα από αυτό αποτελέσματα. Ο ισχυρισμός αυτός, ωστόσο, δεν ευσταθεί απόλυτα. Ο λόγος είναι ότι όσο αυξάνεται η πολυπλοκότητα των μοντέλων αποτίμησης, τόσο αυξάνεται και ο αριθμός των απαραίτητων δεδομένων για τον υπολογισμό της αξίας μιας

επιχείρησης, με αποτέλεσμα να γίνεται εντονότερος ο κίνδυνος επιπρόσθετων λαθών κατά την εισαγωγή των στοιχείων.

Ο Damodaran υπογραμμίζει τρία βασικά σημεία τα οποία θα πρέπει να ισχύουν σε όλα τα μοντέλα αποτίμησης. Αρχικά, δε θα πρέπει να χρησιμοποιούνται περισσότερα στοιχεία από αυτά που είναι απολύτως απαραίτητα για την αποτίμηση μιας επιχείρησης. Επιπρόσθετα, υπάρχει μια σχέση ανταλλαγής μεταξύ των ωφελειών που προκύπτουν από το να συμπεριλαμβάνονται περισσότερες λεπτομέρειες στα μοντέλα αποτίμησης και του κόστους των σφαλμάτων των εξαγόμενων αποτελεσμάτων που στηρίζονται στις λεπτομέρειες αυτές. Τέλος, στην πραγματικότητα την αποτίμηση δεν την υπολογίζουν τα μοντέλα αλλά οι αναλυτές. Συνεπώς, σε μια εποχή που χαρακτηρίζεται από μεγάλο όγκο πληροφοριών, ακραίες τάσεις στην αγορά, (οι τραπεζικές μετοχές στο χρηματιστήριο Αθηνών κάποια στιγμή έκαναν κέρδη 120-140% σε μια εβδομάδα) ο διαχωρισμός εκείνων που είναι ουσιώδεις για την αποτίμηση μιας επιχείρησης είναι σχεδόν εξίσου σημαντικός με την επιλογή της τεχνικής και του μοντέλου για την ολοκλήρωσή της.

5ος Μύθος: Το οικονομικό όφελος που μπορεί να προκύψει από την αποτίμηση στηρίζεται στην υπόθεση ότι οι αγορές είναι αναποτελεσματικές.

Πολύ συχνά στην πράξη, η διαδικασία της αποτίμησης μιας επιχείρησης στηρίζεται στην προφανής υπόθεση ότι οι αγορές κάνουν λάθη (πολλές φορές κάνουν). Για το λόγο αυτό οι επενδυτές που πιστεύουν στην αναποτελεσματικότητα της αγοράς δαπανούν χρόνο και πόρους στη διεξαγωγή της αποτίμησης για τον προσδιορισμό της αξίας μιας επιχείρησης, σε αντιδιαστολή με εκείνους που θεωρούν ότι η τιμή που έχει διαμορφωθεί στην αγορά είναι η καλύτερη εκτίμηση της αξίας.

Σύμφωνα με τον A. Damodaran, το παράδοξο είναι ότι οι επενδυτές που θεωρούν πως οι αγορές λειτουργούν αποτελεσματικά, αναγνωρίζουν την αξία της αποτίμησης, ιδιαίτερα όταν χρειάζεται να προσδιορίσουν τις συνέπειες μιας πιθανής αλλαγής στον τρόπο που λειτουργεί μια επιχείρηση ή να κατανοήσουν τους λόγους για τους οποίους οι τιμές στην αγορά αλλάζουν διαχρονικά.

Τελικά, γεγονός είναι ότι οι αγορές κάνουν λάθη (υπάρχουν στρεβλώσεις) και ότι ο εντοπισμός των λαθών αυτών απαιτεί δεξιότητες, προσεκτική ανάλυση, εμπειρία αλλά και τύχη. Ο ισχυρισμός αυτός οδηγεί στα εξής συμπεράσματα: Πρώτον, αν μια μετοχή φαίνεται πάρα πολύ καλή (είτε είναι υπερτιμημένη είτε υποτιμημένη) στην πραγματικότητα ίσως και να μην είναι. Δεύτερον, όταν η αξία μιας επιχείρησης, με βάση το μοντέλο αποτίμησης, διαφέρει σημαντικά από τη χρηματιστηριακή της αξία, θα πρέπει, πριν καταγραφεί το συμπέρασμα ότι η μετοχή είναι υποτιμημένη ή υπερτιμημένη, να επαναληφθούν οι υπολογισμοί με βάση την υπόθεση ότι η αξία που έχει διαμορφωθεί στην αγορά είναι σωστή.

6ος Μύθος: Αυτό που ενδιαφέρει και έχει σημασία είναι το αποτέλεσμα της αποτίμησης και όχι η διαδικασία.

Η εστίαση του ενδιαφέροντος στο αποτέλεσμα της αποτίμησης μιας επιχείρησης, δηλαδή στον προσδιορισμό της αξίας της και στην εξαγωγή συμπερασμάτων για το κατά πόσο αυτή είναι υπερτιμημένη ή υποτιμημένη, συχνά ίσως και να αλλοιώνει τη σημασία της ίδιας της διαδικασίας της αποτίμησης. Συγκεκριμένα, μέσα από τη διαδικασία αυτή μπορεί κανείς να λάβει γνώση των καθοριστικών παραγόντων της αξίας της επιχείρησης, ενώ παράλληλα παρέχεται η δυνατότητα να απαντηθούν σημαντικά ερωτήματα όπως: Ποια είναι η αξία ενός brand-name; Ποια είναι η επίδραση των περιθωρίων κέρδους (profit margins) στην αξία της επιχείρησης;

Εφόσον η διαδικασία της αποτίμησης δίνει τόσες πληροφορίες, ακόμα και εκείνοι που πιστεύουν ότι οι αγορές είναι αποτελεσματικές (επομένως η τιμή αγοράς είναι η καλύτερη εκτίμηση της αξίας) θα εντοπίσουν με βεβαιότητα κάποια χρησιμότητα στα υποδείγματα αποτίμησης των επιχειρήσεων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΠΑΡΑΜΕΤΡΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

2.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Στο κεφάλαιο αυτό γίνεται ανάλυση των σημαντικότερων παραμέτρων που παίζουν κρίσιμο ρόλο κατά την διαδικασία της αποτίμησης μιας επιχείρησης. Θα αναλυθούν περεταίρω αυτοί οι παράμετροι και στη συνέχεια της εργασίας που θα αναπτυχθούν αναλυτικά τα διάφορα υποδείγματα αποτίμησης.

2.2 ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Ο ακριβής και πιο κοντά στη πραγματικότητα υπολογισμός της αξίας μίας επιχείρησης προϋποθέτει να έχει αναλυθεί ολοκληρωμένα η κεφαλαιακή διάρθρωση της υπό εξέταση επιχείρησης, καθώς και το κόστος των κεφαλαίων. Λέγοντας κεφάλαιο ορίζουμε όλους εκείνους τους πόρους που χρηματοδοτούν την επιχείρηση σε βραχυπρόθεσμη και μακροπρόθεσμη βάση. Τα αποθεματικά, οι κοινές μετοχές, οι προνομιούχες μετοχές και τα δάνεια μεγάλης διάρκειας είναι στοιχεία αυτού του είδους χρηματοδότησης. Τα κεφάλαια που προέρχονται από αυτές τις πηγές χρηματοδότησης χρησιμοποιούνται για την απόκτηση μόνιμων στοιχείων του ενεργητικού της επιχείρησης, δηλαδή στοιχείων που έχουν χαμηλή κυκλοφοριακή ταχύτητα (χρήμα-προϊόν-χρήμα) και που χρησιμοποιούνται για την παραγωγή των προϊόντων της επιχείρησης (υλικών και άυλων).

Το κόστος αναφέρεται στο κόστος μόνο των νέων κεφαλαίων που πρόκειται να αντλήσει μια επιχείρηση κατά την περίοδο του προγραμματισμού-προϋπολογισμού. Κάθε συστατικό της μόνιμης μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης της επιχείρησης συνοδεύεται από το αντίστοιχο κόστος. Το κόστος όλων αυτών των συστατικών (αποθεματικά, κοινές μετοχές, προνομιούχες μετοχές, μακροπρόθεσμα δάνεια) αποτελεί το κόστος κεφαλαίου.

Μία άλλη πηγή μόνιμης χρηματοδότησης της επιχείρησης είναι και οι αποσβέσεις. Παρόλα αυτά, οι αποσβέσεις δεν υπολογίζονται ως στοιχείο του κόστους κεφαλαίου μιας επιχείρησης, συνεπώς δε λαμβάνονται υπόψη κατά τον υπολογισμό του. Οι αποσβέσεις καθώς συσσωρεύονται μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την πληρωμή τόσο των δανειστών, όσο και των μετόχων. Υπάρχει το ενδεχόμενο η επιχείρηση να αποφασίσει να μην διανείμει το ποσό των αποσβέσεων με τον παραπάνω τρόπο. Αυτό αποτελεί αυτόματα κόστος ευκαιρίας για τους δανειστές και τους μετόχους το οποίο μάλιστα είναι ίδιο με το κόστος ευκαιρίας της επιχείρησης. Συνεπώς οι αποσβέσεις δεν παίζουν κάποιο ρόλο στον υπολογισμό του κόστους κεφαλαίου

Στον υπολογισμό του κόστους κεφαλαίου απαιτείται ιδιαίτερη προσοχή όταν γίνονται αναφορές στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της επιχείρησης. Πιο συγκεκριμένα, βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις που δεν φέρουν τόκους, όπως είναι

οι «Λογαριασμοί πληρωτέοι» και οι οποίοι δημιουργούνται από την οργανική λειτουργία της επιχείρησης, πρέπει να αφαιρούνται από το κόστος επένδυσης. Συνεπώς δε λαμβάνονται υπόψη κατά τον υπολογισμό του κόστους κεφαλαίου.

Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις που φέρουν τόκους όπως είναι τα (Γραμμάτια πληρωτέα) όταν χρησιμοποιούνται ως μέρος της μόνιμης χρηματοδότησης της επιχείρησης πρέπει να μετρηθούν στον υπολογισμό του κόστους κεφαλαίου. Αυτή η μέθοδος χρηματοδότησης σε μία υγιή και οργανωμένη επιχείρηση αποφεύγεται. Αντιθέτως, όταν τέτοιου είδους βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις χρησιμοποιούνται για να καλύψουν βραχυπρόθεσμες ανάγκες της επιχείρησης, τότε δε συνυπολογίζονται στο κόστος κεφαλαίου.

Μια επιχείρηση μέσα από την μόχλευση της και με τους κεφαλαιακούς πόρους που διαθέτει, επιδιώκει να πραγματοποιήσει κέρδη. Τα κέρδη αυτά είναι αναγκαίο να μπορούν να καλύψουν το κόστος τόσο των ξένων όσο και των ιδίων κεφαλαίων. Όσοι έχουν συμμετοχή στη χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων της επιχείρησης σκοπό τους έχουν και επιδιώκουν βέβαια μια ορισμένη αμοιβή για την συνεισφορά τους, ανάλογη του βαθμού του κινδύνου που αναλαμβάνουν να επενδύσουν στην επιχείρηση.

Συμπεραίνεται λοιπόν πως το κόστος κεφαλαίου μίας επιχείρησης είναι η ελάχιστη απόδοση που προκύπτει από την εμπορική δραστηριότητα της, και η οποία είναι αναγκαία ώστε να ικανοποιηθούν οι επενδυτές που συμμετείχαν στην χρηματοδότησή της. Αν η ελάχιστη απαιτούμενη απόδοση του ενεργητικού της επιχείρησης δεν ικανοποιεί τους χρηματοδότες της (επενδυτές), τότε αυτοί δεν θα επενδύσουν και θα αναζητήσουν άλλες επιχειρηματικές ευκαιρίες. Επιπλέον, η επιχείρηση δε θα μπορεί να προσελκύσει νέους επενδυτές να αγοράσουν τα αξιόγραφα της (μετοχές και ομολογιακά δάνεια).

Η ελάχιστη απαιτούμενη απόδοση εδράζεται στην έννοια του κόστους ευκαιρίας. Όταν κάποιος αποφασίζει να επενδύσει σε μία συγκεκριμένη επιχείρηση, τη στιγμή εκείνη χάνει την απόδοση που προκύπτει από την αμέσως μετά επιχείρηση καλύτερη εναλλακτική επένδυση. Η απόδοση της εναλλακτικής επένδυσης αποτελεί στην ουσία το κόστος ευκαιρίας της συμμετοχής (το μέτρο σύγκρισης) στην επιχείρηση και συνεπώς είναι η απόδοση την οποία επιδιώκουν οι επενδυτές.

Όταν ένας επενδυτής αποφασίζει να χρηματοδοτήσει τις δραστηριότητες μίας επιχείρησης μέσω της αγοράς των αξιόγραφων της, επιδιώκει την μεγιστοποίηση της απόδοσης της επένδυσής του. Η απαιτούμενη απόδοση πρέπει να καθορίζεται για ένα συγκεκριμένο βαθμό κινδύνου. Όταν αλλάζει ο βαθμός του κινδύνου τότε αλλάζει και η απόδοση της επένδυσης. Διαφαίνεται λοιπόν πως αν αλλάξει ο κίνδυνος που αντιμετωπίζει η επιχείρηση (μειώνονται τραγικά οι πωλήσεις, ο κλάδος δραστηριοποίησης γίνεται κορεσμένος), τότε είναι απαραίτητο να υπολογιστεί από την αρχή το κόστος κεφαλαίου.

2.2.1 ΚΟΣΤΟΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Το κόστος των ιδίων κεφαλαίων (κόστος της καθαρής περιουσίας) είναι το επιτόκιο, ο συντελεστής απόδοσης, που σε μεγάλο βαθμό είναι άγνωστος και τον οποίο απαιτούν οι επενδυτές για να επενδύσουν στο μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης, λαμβάνοντας υπόψη την απόδοση της επένδυσης χωρίς κίνδυνο καθώς και μια επιπλέον απόδοση για την ανάληψη του κινδύνου της αγοράς (market risk premium). Για τον υπολογισμό του κόστους των ιδίων κεφαλαίων χρησιμοποιούνται δύο κύρια μοντέλα το CAPM και το APT τα οποία συσχετίζουν την απόδοση με τον κίνδυνο, τον οποίο ορίζουν σε όρους διακύμανσης πραγματικών αποδόσεων γύρω από τον αναμενόμενο μέσο.

2.2.2 ΚΟΣΤΟΣ ΞΕΝΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Μία επιχείρηση για να χρηματοδοτήσει τις δραστηριότητες της, εκτός από τα ίδια κεφάλαια (αποθεματικό, μετοχικό κεφάλαιο) χρησιμοποιεί και κεφάλαια τα οποία προέρχονται από τραπεζικά ή άλλα ιδρύματα (επενδυτικούς οργανισμούς). Ένα μικρό ή ένα μεγάλο τμήμα των αναγκών της δηλαδή σε κεφάλαια χρηματοδοτείται από ξένα κεφάλαια. Το κόστος των ξένων κεφαλαίων μετρά το κόστος δανεισμού για κεφαλαιακούς πόρους που πρόκειται να συνάψει η επιχείρηση στο άμεσο μέλλον, δηλαδή για νέα κεφάλαια.

Το κόστος των ξένων κεφαλαίων καθορίζεται από κάποιες μεταβλητές όπως είναι το τρέχον επίπεδο των επιτοκίων δανεισμού (riskless rate). Μια αύξηση στα επιτόκια δανεισμού έχει ως αποτέλεσμα να αυξάνεται και το κόστος δανεισμού της επιχείρησης (να στεγνώσει η αγορά). Τα επιτόκια δανεισμού είναι διαθέσιμα από τον οικονομικό τύπο καθώς και από τα μηνιαία δελτία που διανέμονται από τις τράπεζες.

2.3 ΡΥΘΜΟΣ ΑΥΞΗΣΗΣ ΤΗΣ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑΣ

Η αξία μιας επιχείρησης καθορίζεται από το ύψος της παρούσας αξίας των αναμενόμενων μελλοντικών ταμιακών ροών που θα καταγραφούν στον ισολογισμό της. Κατά την διαδικασία αποτίμησης μιας επιχείρησης, είναι κρίσιμης σημασίας η σωστή εκτίμηση του ρυθμού ανάπτυξης των κερδών της, ώστε να είναι κοντά στη πραγματικότητα το αποτέλεσμα της αποτίμησης. Για τον υπολογισμό του ρυθμού ανάπτυξης της κερδοφορίας της επιχείρησης χρησιμοποιούνται είτε οι ιστορικοί ρυθμοί ανάπτυξης της είτε οι εκτιμήσεις που βασίζονται στα θεμελιώδη μεγέθη της επιχείρησης. Καθεμία από τις μεθόδους αυτές δίνει χρήσιμες πληροφορίες για να υπολογιστεί εκείνος ο ρυθμός ανάπτυξης κερδοφορίας της επιχείρησης, ώστε να υπολογιστεί η πραγματική αξία της επιχείρησης.

2.3.1 Ιστορικός ρυθμός αύξησης των κερδών

Παρόλο που οι ιστορικοί ρυθμοί ανάπτυξης των κερδών της επιχείρησης δεν αποτελούν πάντοτε αξιόπιστους δείκτες για τη μελλοντική κερδοφορία της επιχείρησης, περιέχουν σημαντικές πληροφορίες και αποτελούν την πρώτη πηγή δεδομένων στην οποία βασίζεται η μελέτη για την εκτίμηση των μελλοντικών κερδών.

Ο μέσος ρυθμός αύξησης των κερδών είναι πιθανό να διαφέρει αναλόγως με το αν χρησιμοποιήθηκε ο αριθμητικός ή ο γεωμετρικός μέσος, καθώς και αν λήφθηκε υπόψη η σύνθεση των κερδών (αυξάνουν ή μειώνονται) από περίοδο σε περίοδο. Στην περίπτωση που υπάρχουν ζημίες στο παρελθόν ή στο παρόν, γίνεται ακόμη δυσκολότερος ο υπολογισμός των ρυθμών ανάπτυξης των κερδών.

Ο αριθμητικός μέσος είναι ο απλός μέσος των ιστορικών ρυθμών ανάπτυξης (μετρά ποσοστιαία μεταβολή στα κέρδη ανά μετοχή κάθε περιόδου), ενώ ο γεωμετρικός μέσος λαμβάνει υπόψη του τις μεταβολές στα κέρδη από έτος σε έτος (εστιάζοντας όμως στο πρώτο και στο τελευταίο έτος αναφορικά με τα κέρδη, αγνοώντας τάσεις και πληροφορίες που εμπεριέχουν οι ενδιάμεσες παρατηρήσεις).

Στην περίπτωση που η επιχείρηση χαρακτηρίζεται από έντονη μεταβλητότητα στα κέρδη της, οι διαφορές μεταξύ των δύο αυτών μέσων είναι ακόμη μεγαλύτερες. Ο γεωμετρικός μέσος τότε μετρά καλύτερα την ανάπτυξη της επιχείρησης.

Οι αδυναμίες που παρουσιάζουν τόσο ο αριθμητικός όσο και ο γεωμετρικός μέσος ξεπερνιούνται ως κάποιο βαθμό με τη μέθοδο των ελαχίστων τετραγώνων) παλινδρομώντας τα κέρδη ανά μετοχή έναντι του χρόνου. Για τον σκοπό αυτό χρησιμοποιείται το γραμμικό μοντέλο αλλά και το λογαριθμικό γραμμικό μοντέλο. Όλα αυτά έχουν νόημα όταν η επιχείρηση πραγματοποιεί κέρδη. Στην περίπτωση που η επιχείρηση πραγματοποιεί ζημίες, οι ιστορικοί ρυθμοί ανάπτυξης δεν έχουν καμιά σημασία και θα πρέπει να αγνοηθούν κατά την πρόβλεψη των μελλοντικών ρυθμών ανάπτυξης.

2.3.2 Πρόβλεψη μελλοντικών ρυθμών αύξησης των κερδών με βάση τους ιστορικούς ρυθμούς αύξησης κερδών

Οι συσχετίσεις μεταξύ των ρυθμών ανάπτυξης των κερδών συνεχόμενων περιόδων μεταβαλλόμενης διάρκειας, ήταν πολύ συχνά αρνητικές και επιπλέον η μέση συσχέτιση δύο περιόδων ήταν σχεδόν μηδέν(0.02).

Σε επιχειρήσεις μικρές σε μέγεθος και αναπτυσσόμενες, η χρήση των ιστορικών ρυθμών αύξησης των κερδών για την πρόβλεψη των μελλοντικών, μπορεί να είναι ακόμη πιο δύσκολη εξίσωση. Τα ιστορικά κέρδη σε τέτοιες περιπτώσεις είναι ακόμη πιο αναξιόπιστοι δείκτες από ότι στις μεγαλύτερες σε μέγεθος και ώριμες επιχειρήσεις.

Αυτό προκύπτει από το γεγονός ότι καθώς μια επιχείρηση μεγαλώνει σε μέγεθος και αναπτύσσεται, είναι επόμενο να παρουσιάζει μεταβλητότητα στα κέρδη από περίοδο σε περίοδο. Παράλληλα είναι δύσκολο να μπορέσει να διατηρήσει τους ίδιους ρυθμούς ανάπτυξης αλλά και να μπορέσει να διαχειριστεί σωστά την ανάπτυξη αυτή, ώστε να παραμείνει το ίδιο αποδοτική και αποτελεσματική.

Συνεπώς, κατά την ανάλυση πρέπει να λαμβάνετε υπόψη το μέγεθος της επιχείρησης καθώς και το στάδιο στο οποίο βρίσκεται μέσα στο κύκλο ζωής της, ώστε ο αναλυτής να είναι σε θέση να γνωρίζει πόσο αξιόπιστα και ακριβή είναι τα ιστορικά κέρδη για την πρόβλεψη των μελλοντικών κερδών της επιχείρησης.

2.3.3 Ρυθμός αύξησης με βάση τα θεμελιώδη μεγέθη

Για την κερδοφορία της επιχείρησης ο αναλυτής μπορεί να βασιστεί στις θεμελιώδεις αποφάσεις της διοίκησης για την χρηματοοικονομική μόχλευση, την επανεπένδυση σε νέα περιουσιακά στοιχεία, τη μερισματική πολιτική, την επέκταση και βελτίωση των καναλιών διανομής προϊόντων και υπηρεσιών, τα περιθώρια κέρδους, το marketing. Η ανάλυση αυτών των τομέων μπορεί να οδηγήσει σε εκτιμήσεις που αφορούν την μελλοντική κερδοφορία της επιχείρησης. Αντιμετωπίζεται λοιπόν η κερδοφορία της επιχείρησης ως μια ενδογενής μεταβλητή που σχετίζεται άμεσα με την λειτουργία της.

Η σχέση λοιπόν της ανάπτυξης της επιχείρησης με τα θεμελιώδη μεγέθη της, εξαρτάται από το είδος του ρυθμού ανάπτυξης που επιλέγετε να εκτιμηθεί κάθε φορά. Με τον τρόπο αυτό ο αναλυτής έχει τις εκτιμήσεις του ρυθμού αύξησης των κερδών ανά μετοχή, τις εκτιμήσεις για την ανάπτυξη στο καθαρό εισόδημα και τις εκτιμήσεις για την ανάπτυξη στα οργανικά έσοδα (πωλήσεις) της επιχείρησης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΩΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

3.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Στο κεφάλαιο αυτό γίνεται ανάλυση των υποδειγμάτων αποτίμησης που βασίζονται στη προεξόφληση μερισμάτων μιας επιχείρησης, παρουσιάζοντας τις πιο βασικές μεθόδους αποτίμησης χρησιμοποιώντας μερίσματα.

3.2 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΑ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ (DIVIDEND DISCOUNT MODEL)

Γενικότερα, για έναν επενδυτή, τα μερίσματα (κατά τη διάρκεια κατοχής των μετοχών) και η τιμή που θα έχει η μετοχή όταν θα αποφασίσει να ρευστοποιήσει την επένδυσή του, αποτελούν τις δύο ταμειακές ροές που περιμένει να εισπράξει όταν αποφασίσει να επενδύσει σε δημόσια εμπορεύσιμες μετοχές. Η πιο γενική μορφή αποτίμησης μετοχών (equity valuation) είναι το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων, σύμφωνα με το οποίο η αξία μιας μετοχής ισούται με την παρούσα αξία των αναμενόμενων μερισμάτων. Το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων (dividend discount model - DDM) είναι ένα θεμελιώδες υπόδειγμα με την έννοια ότι από αυτό είναι δυνατόν, με βάση ορισμένες υποθέσεις, να προκύψουν άλλα υποδείγματα.

Γενικό Υπόδειγμα

Όταν ένας επενδυτής αγοράζει μια μετοχή αναμένει να λάβει δύο ειδών ταμιακές ροές:

- α) Μερίσματα κατά την περίοδο που έχει στην κατοχή του τη μετοχή
- β) Την αναμενόμενη τιμή της μετοχής όταν την ρευστοποιήσει.

Καθώς η αναμενόμενη τιμή καθορίζεται από τα μελλοντικά μερίσματα, η αξία μιας μετοχής ισοδυναμεί με την παρούσα αξία των μερισμάτων στο άπειρο.

$$V_0 = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{E(DPS_t)}{(1+k_s)^t}$$

οπού:

- V_0 = Αξία μετοχής
- DPS_t = Προβλεπόμενα μερίσματα ανά μετοχή το χρόνο t
- K_s = Κόστος μετοχικού κεφαλαίου

Η λογική της μεθόδου στηρίζεται στον κανόνα της παρούσας αξίας ο οποίος ορίζει ότι η αξία ενός περιουσιακού στοιχείου ισοδυναμεί με την παρούσα αξία των μελλοντικών ταμιακών ροών του, προεξοφλημένες με ένα επιτόκιο που αντικατοπτρίζει την επικινδυνότητα των χρηματοροών αυτών.

Τα βασικά στοιχεία του υποδείγματος DDM είναι τα προβλεπόμενα μερίσματα και το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου. Τα μερίσματα υπολογίζονται με υποθέσεις που γίνονται αναφορικά με τους αναμενόμενους ρυθμούς αύξησης των κερδών στο μέλλον και τους δείκτες διανομής κερδών (payout ratios). Η απαιτούμενη απόδοση μίας μετοχής (κόστος κοινού μετοχικού κεφαλαίου) προσδιορίζεται από την επικινδυνότητά της. Το υπόδειγμα DDM δεν έχει πρακτική εφαρμογή επειδή οι απαιτήσεις του για μελλοντικά δεδομένα είναι τεράστιες.

3.3 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ

Το υπόδειγμα μερισματικής απόδοσης (dividend yield model), είναι σχεδιασμένο να αποτιμά μετοχές μίας εταιρείας με σταθερά μερίσματα και σταθερό κόστος κεφαλαίου.

Η αξία της μετοχής σήμερα (V_0) είναι ίση με το πηλίκο των μερισμάτων ανά μετοχή της επόμενης περιόδου προς το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου. Αν στη θέση των μερισμάτων ανά μετοχή της επόμενης περιόδου τεθεί το συνολικό μέρισμα της επόμενης περιόδου, τότε το υπόδειγμα θα υπολογίσει την αξία του μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης. Δηλαδή:

$$V_0 = \frac{DPS_1}{K_s}$$

3.4 ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΤΟΥ GORDON (GORDON GROWTH MODEL)

Το μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων ή το μοντέλο Gordon (Gordon Growth Model) που πήρε το όνομά του από τον εμπνευστή του Myron J. Gordon, είναι μια από τις παραλλαγές της μεθόδου προεξόφλησης καθαρών ταμιακών ροών. Σύμφωνα με το συγκεκριμένο μοντέλο, η αξία μιας μετοχής είναι συνάρτηση των αναμενόμενων μερισμάτων για τον επόμενο χρόνο, της απαιτούμενης από τους μετόχους απόδοσης και του ρυθμού ανάπτυξης των μερισμάτων. Το υπόδειγμα συσχετίζει την αξία μιας μετοχής με τα αναμενόμενα μερίσματα της επόμενης περιόδου, το κόστος των ιδίων κεφαλαίων και τον αναμενόμενο ρυθμό ανάπτυξης μερισμάτων.

$$\text{Αξία}_\text{μετοχής} = V_0 = \frac{DPS_1}{K_e - g}$$

όπου:

- DPS_1 = Αναμενόμενα μερίσματα επόμενης περιόδου = $D_0 \cdot (1 + g)$
- K_e = Κόστος ιδίων κεφαλαίων
- g = Σταθερός ρυθμός ανάπτυξης μερισμάτων εις το διηνεκές

Είναι απαραίτητο να επισημανθούν δύο καταστάσεις όσον αφορά στο σταθερό ρυθμό ανάπτυξης:

Πρώτον, καθώς ο ρυθμός ανάπτυξης των μερισμάτων της επιχείρησης αναμένεται να διατηρηθεί για πάντα, μπορεί επίσης να αναμένεται ότι με τον ίδιο ρυθμό θα αυξάνονται και τα άλλα μέτρα οικονομικής επίδοσης (συμπεριλαμβανομένων και των κερδών), αν και εφόσον η επιχείρηση αναπτύσσεται με σταθερό ρυθμό.

Δεύτερον, ο ρυθμός ανάπτυξης πρέπει να είναι μικρότερος ή ίσος με το ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας στην οποία λειτουργεί η επιχείρηση. Αυτό βέβαια δε σημαίνει ότι οι αναλυτές θα συμφωνούν πάντα στο ποιός πρέπει να είναι ο ρυθμός ανάπτυξης της επιχείρησης, ακόμα και αν συμφωνούν ότι πρόκειται για μια σταθερά αναπτυσσόμενη εταιρεία.

Περιορισμοί

Το υπόδειγμα ανάπτυξης του Gordon είναι ένας απλός τρόπος για την αποτίμηση μετοχών, αλλά είναι συνδέεται άρρηκτα με το ρυθμό ανάπτυξης. Αν δεν υπολογιστεί σωστά ο ρυθμός ανάπτυξης, μπορεί να οδηγήσει σε λανθασμένα και παράλογα συμπεράσματα από τη στιγμή που αν ο ρυθμός ανάπτυξης συγκλίνει με το προεξοφλητικό επιτόκιο-κόστος ιδίων κεφαλαίων, η αξία της μετοχής τείνει στο άπειρο. Ενώ, αν ο ρυθμός ανάπτυξης ξεπεράσει το κόστος των ιδίων κεφαλαίων, η αξία της μετοχής γίνεται αρνητική.

Περιπτώσεις Εφαρμογής

Το συγκεκριμένο υπόδειγμα είναι κατάλληλο για επιχειρήσεις που αναπτύσσονται με ρυθμό συγκρίσιμο ή μικρότερο από τον ονομαστικό ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας και οι οποίες έχουν καθιερωμένες πολιτικές διανομής μερισμάτων, τις οποίες σκοπεύουν να διατηρήσουν για μεγάλο χρονικό διάστημα. Η πολιτική διανομής μερισμάτων της επιχείρησης χρειάζεται να είναι σύμφωνη με την υπόθεση σταθερότητας των μερισμάτων, επειδή διαφορετικά το υπόδειγμα θα υποεκτιμήσει την αξία της μετοχής σε επιχειρήσεις οι οποίες διαρκώς πληρώνουν ως μέρισμα λιγότερα από αυτά που έχουν τη δυνατότητα να πληρώσουν και διακρατούν τα υπόλοιπα σε μετρητά.

3.5 ΤΟ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ ΔΥΟ ΣΤΑΔΙΩΝ (TWO-STAGE DIVIDEND DISCOUNT MODEL)

Το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων δύο περιόδων (two-stage dividend discount model) είναι συνδυασμός των καλύτερων χαρακτηριστικών των υποδειγμάτων DDM και DGM και χρησιμοποιεί σαν δεδομένο ότι η ανάπτυξη πραγματοποιείται σε δύο περιόδους. Στην αρχική περίοδο ο ρυθμός ανάπτυξης δεν είναι σταθερός, ενώ στην επόμενη περίοδο ο ρυθμός ανάπτυξης είναι σταθερός και μπορεί να διατηρηθεί άπειρα χρόνια. Ενώ, στις περισσότερες περιπτώσεις, ο

ρυθμός ανάπτυξης κατά τη διάρκεια της αρχικής φάσης είναι υψηλότερος από το σταθερό ρυθμό ανάπτυξης της επόμενης, το υπόδειγμα μπορεί να προσαρμοστεί για να αποτιμήσει επιχειρήσεις οι οποίες έχουν χαμηλό ή και αρνητικό ρυθμό ανάπτυξης για τα πρώτα χρόνια και σταθερό ρυθμό ανάπτυξης για τα επόμενα.

Επομένως:

Αξία μετοχής = ΠΑ μερισμάτων κατά την αρχική φάση ανάπτυξης + ΠΑ τερματικής τιμής

$$Αξία_{μετοχής} = V_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{DPS_t}{(1 + K_{e,hg})^t} + \frac{V_n}{(1 + K_{e,hg})^n}$$

όπου:

- $V_n = \frac{DPS_{n+1}}{(K_{e,st} - g_n)}$
- K_e = κόστος ιδίων κεφαλαίων (hg: περίοδος υψηλής ανάπτυξης (high growth period), st: περίοδος σταθερής ανάπτυξης (stable growth period))
- V_n = τιμή στο τέλος του έτους n
- g = υψηλός ρυθμός ανάπτυξης για τα πρώτα n έτη
- g_n = σταθερός ρυθμός ανάπτυξης για πάντα μετά τα n έτη

Ο παραπάνω τύπος μπορεί να απλοποιηθεί ως εξής:

$$P_0 = \frac{DPS_0 \cdot (1 + g) \cdot \left(1 - \frac{(1 + g)^n}{(1 + K_{e,hg})^n}\right)}{K_{e,hg} - g} + \frac{DPS_{n+1}}{(K_{e,st} - g_n) \cdot (1 + K_{e,hg})^n}$$

Ο ίδιος περιορισμός που ισχύει στο υπόδειγμα του Gordon σε ότι αφορά στο ρυθμό ανάπτυξης ισχύει και εδώ για το ρυθμό ανάπτυξης g_n , δηλαδή ο ρυθμός ανάπτυξης της επιχείρησης συγκρίνεται με τον ονομαστικό ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας.

Επιπλέον, το ποσοστό διανομής κερδών χρειάζεται να είναι αντίστοιχο με τον προβλεπόμενο ρυθμό ανάπτυξης. Εάν ο ρυθμός ανάπτυξης είναι πιθανόν να μειωθεί σημαντικά μετά την αρχική φάση ανάπτυξης, το ποσοστό διανομής κερδών πρέπει να είναι υψηλότερο στη σταθερή φάση απ' ό,τι στη φάση ανάπτυξης. Μια σταθερή επιχείρηση μπορεί να πληρώσει μεγαλύτερο κομμάτι των κερδών της σε μερίσματα σε σύγκριση με μια αναπτυσσόμενη επιχείρηση.

Με βάση τον παρακάτω τύπο, συνδυάζονται όλα τα παραπάνω:

$$\begin{aligned} \text{Σταθερό ποσοστό παρακράτησης κερδών} &= (1 - \text{ποσοστό διανομής κερδών}) = \\ &= \frac{\text{Σταθερός ρυθμός ανάπτυξης}}{\text{Απόδοση ιδίων κεφαλαίων σταθερής περιόδου}} = \frac{g}{ROE} \end{aligned}$$

Άρα:

Αναμενόμενος ρυθμός ανάπτυξης = Ποσοστό παρακράτησης κερδών • Απόδοση ιδίων Κεφαλαίων

Επίσης, αντίστοιχα με την υπόθεση σταθερότητας χρειάζεται να είναι και τα άλλα χαρακτηριστικά της επιχείρησης κατά τη σταθερή περίοδο όπως για παράδειγμα ο συντελεστής beta ή το κόστος ιδίων κεφαλαίων.

Περιορισμοί

Υπάρχουν τα εξής τρία προβλήματα τα οποία σχετίζονται με αυτό το υπόδειγμα:

Το πρώτο πρακτικό πρόβλημα είναι ο ορισμός της διάρκειας της περιόδου υπέρμετρης ανάπτυξης. Καθώς ο ρυθμός ανάπτυξης αναμένεται να μειωθεί ως ένα σταθερό επίπεδο μετά την περίοδο αυτή, η αξία μιας επένδυσης θα αυξάνει όσο η περίοδος υψηλής ανάπτυξης καθορίζεται μεγαλύτερη.

Το δεύτερο πρόβλημα που παρουσιάζεται είναι η υπόθεση ότι ο ρυθμός ανάπτυξης είναι υψηλός στην αρχική φάση και στη συνέχεια μετατρέπεται αυτομάτως σε ένα χαμηλότερο σταθερό ρυθμό στο τέλος της περιόδου. Αν και υπάρχουν μεγάλες πιθανότητες να συμβούν τέτοιες ξαφνικές μεταβολές, είναι περισσότερο πιο κοντά στη πραγματικότητα της αγοράς να οριστεί σαν υπόθεση ότι η πτώση από έναν υψηλό σε ένα σταθερό ρυθμό ανάπτυξης συμβαίνει σταδιακά με το πέρασμα του χρόνου.

Τέλος, η επικέντρωση στα μερίσματα είναι πιθανόν να οδηγήσει σε υποεκτίμηση της αξίας κάποιων επιχειρήσεων, όταν η πολιτική που ακολουθούν είναι να πληρώνουν λιγότερα μερίσματα από αυτά που έχουν τη δυνατότητα να πληρώσουν και να διακρατούν το μεγαλύτερο μέρος των κερδών τους σε μετρητά.

Περιπτώσεις Εφαρμογής

Το συγκεκριμένο υπόδειγμα, είναι κατάλληλο για επιχειρήσεις που έχουν αρχικά υψηλό ρυθμό ανάπτυξης και αναμένεται να τον διατηρήσουν για ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα, μετά από το οποίο οι λόγοι υψηλής ανάπτυξης αναμένεται να εξαφανιστούν. Επίσης, το υπόδειγμα αυτό ενδείκνυται για επιχειρήσεις με μέτριο ρυθμό ανάπτυξης στην αρχική φάση π.χ. είναι πιο κοντά στη πραγματικότητα της αγοράς να υποτεθεί ότι μια επιχείρηση που αναπτύσσεται με ρυθμό 12% στην υψηλή περίοδο ανάπτυξης, θα δει το ρυθμό ανάπτυξής της να μειώνεται στο 6% μετά την περίοδο αυτή, απ' ότι για μια επιχείρηση που αναπτύσσεται με ρυθμό 40% κατά τη διάρκεια της υψηλής περιόδου ανάπτυξης. Τέλος, το υπόδειγμα είναι κατάλληλο για επιχειρήσεις που διατηρούν μερισματική πολιτική τέτοια, ώστε να διανέμουν την πλειονότητα των υπολειμματικών ταμιακών ροών- δηλαδή ταμιακές ροές που απομένουν μετά την αποπληρωμή χρεών και την κάλυψη των αναγκών επανεπένδυσης (να μην διακρατούν μετρητά) σε μερίσματα.

3.6 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ Η

Το υπόδειγμα Η (the H model for valuing growth) παρουσιάστηκε από τους Fuller και Hsia (1984) και χρησιμοποιεί σαν δεδομένο ότι αρχικά ο ρυθμός ανάπτυξης των κερδών είναι σε υψηλό επίπεδο (g_a) και μειώνεται γραμμικά κατά τη διάρκεια της υψηλής φάσης ανάπτυξης (η οποία θεωρείται ότι διαρκεί $2H$ περιόδους), μέχρι να σταθεροποιηθεί (g_n). Επίσης, υποθέτουμε ότι ο δείκτης διανομής κερδών και το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου παραμένουν σταθερά με την πάροδο του χρόνου και δεν επηρεάζονται από τις μεταβολές του ρυθμού ανάπτυξης.

Επομένως, η αξία της μετοχής δίνεται από τον εξής τύπο:

$$V_0 = \frac{DPS_0 \cdot (1 + g_n)}{(K_e - g_n)} + \frac{DPS_0 \cdot H \cdot (g_a - g_n)}{(K_e - g_n)}$$

Αξία μετοχής =

όπου:

- V_0 = Αξία μετοχής σήμερα
- DPS_t = Μέρισμα ανά μετοχή την περίοδο t
- K_e = Κόστος ιδίων κεφαλαίων
- g_a = Αρχικός ρυθμός ανάπτυξης
- g_n = Ρυθμός ανάπτυξης στο τέλος της υψηλής περιόδου, διαρκεί για πάντα μετά την αρχική περίοδο

Περιορισμοί

Το υπόδειγμα ξεπερνά τα προβλήματα που έχουν να κάνουν με την απότομη αλλαγή του ρυθμού ανάπτυξης από τη φάση της υψηλής στη φάση της σταθερής ανάπτυξης, αλλά υπάρχει ένα κόστος. Πρώτον, μεγάλες αποκλίσεις από αυτά που προϋποθέτει το υπόδειγμα σχετικά με την αυστηρή πορεία του ρυθμού ανάπτυξης, είναι δυνατόν να προκαλέσουν αρκετά προβλήματα. Δεύτερον, η παραδοχή ότι το ποσοστό διανομής κερδών παραμένει σταθερό κατά τη διάρκεια των δύο φάσεων ανάπτυξης, οδηγεί σε μια ασυνέπεια, καθώς όταν ο ρυθμός ανάπτυξης μειώνεται, το ποσοστό διανομής κερδών συνήθως αυξάνεται.

Περίπτώσεις Εφαρμογής

Το υπόδειγμα αυτό μπορεί να χρησιμοποιηθεί για επιχειρήσεις που σήμερα αναπτύσσονται ραγδαία, αλλά η ανάπτυξη αναμένεται να μειωθεί σταδιακά στο χρόνο, καθώς οι επιχειρήσεις μεγαλώνουν και χάνουν το ανταγωνιστικό τους πλεονέκτημα έναντι των ανταγωνιστών. Παρόλα αυτά, η υπόθεση ότι το ποσοστό διανομής των κερδών παραμένει σταθερό κάνει το υπόδειγμα ακατάλληλο για επιχειρήσεις που έχουν χαμηλά ή καθόλου μερίσματα.

3.7 ΥΠΟΔΕΙΓΜΑ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ ΤΡΙΩΝ ΣΤΑΔΙΩΝ (THREE-STAGE DIVIDEND DISCOUNT MODEL)

Το υπόδειγμα αυτό συνδυάζει χαρακτηριστικά του μοντέλου προεξόφλησης μερισμάτων δύο σταδίων και του υποδείγματος Η. Γίνεται η παραδοχή ότι υπάρχει

μια αρχική φάση υψηλής ανάπτυξης, μια μεταβατική περίοδος μειούμενης ανάπτυξης και μια τρίτη φάση σταθερής ανάπτυξης που διαρκεί για πάντα. Το υπόδειγμα δεν επηρεάζεται από το ποσοστό διανομής κερδών.

Η αξία της μετοχής είναι ίση με την παρούσα αξία των αναμενόμενων μερισμάτων κατά τη διάρκεια της περιόδου υψηλής ανάπτυξης και της μεταβατικής περιόδου και την παρούσα αξία της τερματικής τιμής στην αρχή της τελικής σταθερής φάσης ανάπτυξης. Δηλαδή:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{EPS_0 \cdot (1+g_a)^t \cdot \Pi_\alpha}{(1+K_{e,hg})^t} + \sum_{t=n_1+1}^{t=n_2} \frac{DPS_1}{(1+K_{e,t})^t} + \frac{EPS_{n_2} \cdot (1+g_n) \cdot \Pi_n}{(K_{e,st} - g_n) \cdot (1+r)^n}$$

Αξία μετοχής =
 Φάση υψηλής ανάπτυξης Μεταβατική Φάση Φάση Σταθερής ανάπτυξης

όπου:

- EPS_t = Κέρδη ανά μετοχή στο χρόνο t
- DPS_t = Μερίσματα ανά μετοχή στο χρόνο t
- g_a = Ρυθμός ανάπτυξης κατά τη διάρκεια της φάσης υψηλής ανάπτυξης
- g_n = Ρυθμός ανάπτυξης κατά τη διάρκεια της σταθερής φάσης ανάπτυξης
- Π_α = Ποσοστό διανομής κερδών στη φάση της υψηλής ανάπτυξης
- Π_n = Ποσοστό διανομής κερδών στη φάση της σταθερής ανάπτυξης
- K_e = Κόστος ιδίων κεφαλαίων (hg: περίοδος υψηλής ανάπτυξης, t: μεταβατική περίοδος, st: περίοδος σταθερής ανάπτυξης)

Περιορισμοί

Το υπόδειγμα καταργεί πολλούς από τους περιορισμούς που έχουν θέσει άλλες παραλλαγές του υποδείγματος προεξόφλησης μερισμάτων. Ωστόσο απαιτεί ένα πολύ μεγαλύτερο αριθμό δεδομένων, δείκτες διανομής κερδών, ρυθμούς ανάπτυξης και συντελεστές βήτα ειδικούς για τα χρόνια αναφοράς. Σε εταιρείες που υπάρχει ουσιώδης δυσκολία στην υπολογιστική διαδικασία, τα λάθη αυτών των δεδομένων μπορούν να εξαλείψουν κάθε όφελος από την επιπλέον ελαστικότητα του υποδείγματος.

Περιπτώσεις Εφαρμογής

Η ελαστικότητα του υποδείγματος το καθιστά κατάλληλο για κάθε επιχείρηση που εκτός από μεταβολή στο ρυθμό ανάπτυξης, αναμένει και μεταβολή στις πολιτικές του ποσοστού διανομής κερδών και στον κίνδυνο. Επίσης, το υπόδειγμα αυτό είναι κατάλληλο για επιχειρήσεις των οποίων τα κέρδη αυξάνονται με πολύ υψηλούς ρυθμούς, αναμένεται να συνεχίσουν να αυξάνονται με τους ίδιους ρυθμούς κατά την αρχική περίοδο, αλλά εξαιτίας του ότι η επιχείρηση μεγαλώνει και χάνει τα ανταγωνιστικά της πλεονεκτήματα, θα αρχίσουν να μειώνονται σταδιακά έως ότου φτάσουν σε ένα σταθερό ρυθμό ανάπτυξης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΑ ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΗΣ ΤΑΜΙΑΚΗΣ ΡΟΗΣ

4.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Στο κεφάλαιο αυτό γίνεται ανάλυση των υποδειγμάτων αποτίμησης που βασίζονται στις ταμιακές ροές μιας επιχείρησης με δύο μεθόδους: αρχικά με την υπολειμματική ταμιακή ροή προς τους μετόχους (free cash flow to equity - FCFE) και στη συνέχεια με την υπολειμματική ταμιακή ροή προς την επιχείρηση (free cash flow to firm - FCFF). Στη συνέχεια, χρησιμοποιώντας αυτές τις ταμιακές ροές γίνεται η αποτίμηση της αξίας των μετόχων και της επιχείρησης αντίστοιχα.

4.2 ΟΡΙΣΜΟΣ FCFE

Η υπολειμματική ταμιακή ροή προς τους μέτοχους ορίζεται ως η ταμιακή ροή που απομένει σε μια επιχείρηση μετά την πληρωμή των χρηματοοικονομικών της υποχρεώσεων, στις οποίες περιλαμβάνονται η εξόφληση υποχρεώσεων από δάνεια, οι κεφαλαιουχικές δαπάνες και οι πληρωμές για τη δημιουργία κεφαλαίου κίνησης.

Συγκεκριμένα, η υπολειμματική ταμιακή ροή προς τους μετόχους αντιπροσωπεύει την ταμιακή ροή που είναι διαθέσιμη για πληρωμή μερισμάτων και αγορών ίδιων μετοχών της εταιρείας και υπολογίζεται ως εξής:

$$\begin{aligned} & \text{Υπολειμματική ταμιακή ροή προς τους μετόχους} = \\ & = \text{Καθαρά κέρδη} - (\text{Κεφαλαιουχικές δαπάνες} - \text{Αποσβέσεις}) - \\ & - (\text{Μεταβολές μη ταμιακού κεφαλαίου κίνησης}) + \\ & + (\text{Νέα δάνεια} - \text{Πληρωμές δανείων}) \end{aligned}$$

(Συνάρτηση Αποτίμησης 1)

Οι κεφαλαιουχικές δαπάνες στις οποίες περιλαμβάνονται και οι εξαγορές επιχειρήσεων αφαιρούνται από τα καθαρά κέρδη της επιχείρησης επειδή αποτελούν ταμιακές εκροές. Οι αποσβέσεις ενσώματων πάγιων στοιχείων και η τμηματική μεταφορά στα αποτελέσματα χρήσεως της αξίας των ασώματων πάγιων στοιχείων (amortization) προστίθενται στα καθαρά κέρδη επειδή αποτελούν μη ταμιακά έξοδα.

Η διαφορά μεταξύ των κεφαλαιουχικών δαπανών και των αποσβέσεων ονομάζονται καθαρές κεφαλαιουχικές δαπάνες (net capital expenditures) και είναι συνήθως συνάρτηση του ρυθμού ανάπτυξης μιας επιχείρησης. Επιχειρήσεις που έχουν υψηλό ρυθμό ανάπτυξης συνήθως έχουν υψηλές κεφαλαιουχικές δαπάνες σε σχέση με τα κέρδη τους, ενώ αντίθετα επιχειρήσεις με χαμηλό ρυθμό ανάπτυξης είναι πιθανόν να έχουν χαμηλές και σε ορισμένες περιπτώσεις αρνητικές καθαρές κεφαλαιουχικές δαπάνες.

Οι αυξήσεις του κεφαλαίου κίνησης αποτελούν ταμιακές εκροές, ενώ οι μειώσεις του κεφαλαίου κίνησης είναι ταμιακές εισροές, διαθέσιμες προς τους μετόχους. Επιχειρήσεις με υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, κυρίως σε κλάδους όπου απαιτείται μεγάλο κεφάλαιο κίνησης, έχουν συνήθως μεγάλες αυξήσεις κεφαλαίου κίνησης. Στον υπολογισμό των ταμιακών ροών, εξετάζονται οι μεταβολές των σχετικών στοιχείων και όχι το απόλυτο μέγεθος τους, επομένως θα γίνει εστίαση στις μεταβολές του μη ταμιακού κεφαλαίου κίνησης.

Η πληρωμή των χρεολυσίων για υπάρχοντα δάνεια αποτελούν ταμιακές εκροές, οι οποίες μπορούν να χρηματοδοτηθούν πλήρως ή μερικώς από εκδόσεις νέων δανείων που είναι ταμιακές εισροές. Στον υπολογισμό της υπολειμματικής ταμιακής ροής γίνεται εστίαση πάλι στη διαφορά μεταξύ ταμιακών εισροών και εκροών.

Η Συνάρτηση Αποτίμησης υπολογισμού της FCFE μπορεί να απλοποιηθεί αν :

(i) υποθέσουμε ότι οι καθαρές κεφαλαιουχικές δαπάνες και οι μεταβολές στο κεφάλαιο κίνησης χρηματοδοτούνται από ένα σταθερό μίγμα, σε λογιστικούς όρους, δανείων και μετοχικού κεφαλαίου και

(ii) συμβολίσουμε με δ το δείκτη δανείων (debt ratio), ο οποίος υπολογίζεται με τον εξής τρόπο:

$$\delta = \frac{\text{Νέα δάνεια} - \text{Πληρωμές δανείων}}{\text{Καθαρές κεφαλαιουχικές δαπάνες} + \text{Μεταβολές κεφαλαίου κίνησης}}$$

(Συνάρτηση Αποτίμησης 2)

Με βάση την παραπάνω Συνάρτηση Αποτίμησης, η Συνάρτηση Αποτίμησης 2.1 μπορεί να γραφεί ως εξής:

$$\begin{aligned} & \text{Υπολειμματική ταμιακή ροή προς τους μετόχους} = \\ & = \text{Καθαρά κέρδη} - (\text{Κεφαλαιουχικές δαπάνες} - \text{Αποσβέσεις}) \cdot (1 - \delta) - \\ & - (\text{Μεταβολές μη ταμιακού κεφαλαίου κίνησης}) \cdot (1 - \delta) \end{aligned}$$

(Συνάρτηση Αποτίμησης 3)

Αν εκτός από κοινό μετοχικό κεφάλαιο, η επιχείρηση χρησιμοποιεί και προνομιούχο μετοχικό κεφάλαιο, τότε η υπολειμματική ταμιακή ροή προς τους μετόχους υπολογίζεται με έναν από τους ακόλουθους δύο τρόπους:

$$\begin{aligned} & \text{Υπολειμματική ταμιακή ροή προς τους μετόχους} = \\ & = \text{Καθαρά κέρδη} - (\text{Κεφαλαιουχικές δαπάνες} - \text{Αποσβέσεις}) - \\ & - (\text{Μεταβολές μη ταμιακού κεφαλαίου κίνησης}) - \\ & - (\text{Προνομιούχο μέρισμα} + \text{Νέο προνομιούχο μετοχικό κεφάλαιο}) + \\ & + (\text{Νέα δάνεια} - \text{Πληρωμές δανείων}) \end{aligned}$$

(Συνάρτηση Αποτίμησης 4)

$$\begin{aligned} & \text{Υπολειμματική ταμιακή ροή προς τους μετόχους} = \\ & = \text{Καθαρά κέρδη} - \text{Προνομιούχο μέρισμα} - \\ & - (\text{Κεφαλαιουχικές δαπάνες} - \text{Αποσβέσεις}) \cdot (1 - \delta) - \\ & - (\text{Μεταβολές μη ταμιακού κεφαλαίου κίνησης}) \cdot (1 - \delta) \end{aligned}$$

(Συνάρτηση Αποτίμησης 5)

Όταν η επιχείρηση χρησιμοποιεί προνομιούχο μετοχικό κεφάλαιο, τότε οι εκδόσεις νέου προνομιούχου μετοχικού κεφαλαίου πρέπει να λαμβάνονται υπόψη κατά τον υπολογισμό του δείκτη δανείων (δ)

4.2.1 Μερίσματα Έναντι FCFE

Το υπόδειγμα υπολειμματικής ταμιακής ροής προς τους μετόχους είναι βασισμένο στο δείκτη μετρητών προς FCFE, ο οποίος δίνει τα συνολικά μετρητά που μια επιχείρηση επιστρέφει στους μετόχους ως ποσοστό της FCFE.

Πιο συγκεκριμένα:

$$\text{Δείκτης μετρητών στους μετόχους προς υπολειμματική ταμιακή ροή προς τους μετόχους} = \frac{\text{Μέρισμα} + \text{Αγορές μετοχών}}{\text{FCFE}}$$

(Συνάρτηση Αποτίμησης 6)

Αν ο δείκτης μετρητών στους μετόχους, με την πάροδο του χρόνου, είναι ίσος ή κοντά στο 1, η επιχείρηση επιστρέφει στους μετόχους όλα τα μετρητά που μπορεί. Αν ο δείκτης είναι αρκετά κάτω από το 1, η επιχείρηση επιστρέφει λιγότερα από αυτά που μπορεί και χρησιμοποιεί τα υπόλοιπα για να αυξήσει τα διαθέσιμα της ή να αγοράσει εμπορεύσιμα χρεόγραφα. Αν ο δείκτης είναι σημαντικά πάνω από το 1, τότε η επιχείρηση επιστρέφει περισσότερα μετρητά από αυτά που έχει δυνατότητα και καλύπτει τη διαφορά είτε χρησιμοποιώντας από τα διαθέσιμά της είτε εκδίδοντας νέα αξιόγραφα.

4.2.2 Διανομή Χαμηλών Μεριμάτων

Αρκετές επιχειρήσεις επιστρέφουν στους μετόχους τους μικρότερα ποσά από εκείνα που διαθέτουν στις υπολειμματικές ταμιακές ροές προς τους μετόχους. Αν και οι λόγοι αυτής της συμπεριφοράς διαφέρουν μεταξύ των επιχειρήσεων, οι κυριότεροι από αυτούς είναι:

4.2.3 Σταθερότητα

Οι επιχειρήσεις εμφανίζονται γενικά απρόθυμες στη μεταβολή των μερισμάτων. Τα μερίσματα παρουσιάζουν μικρότερες διακυμάνσεις σε σχέση με τα κέρδη ή τις ταμιακές ροές. Έτσι οι επιχειρήσεις συνήθως αρνούνται να αυξήσουν τα μερίσματα, ακόμα και στην περίπτωση αύξησης των κερδών ή της FCFE, επειδή δε γνωρίζουν αν μπορούν να διατηρήσουν τα αυξημένα μερίσματα στο μέλλον. Αυτό οδηγεί σε μια χρονική υστέρηση μεταξύ κερδών και μερισμάτων. Αντίστοιχα, οι επιχειρήσεις συνήθως διατηρούν τα μερίσματα σταθερά σε περίπτωση μείωσης των κερδών ή της FCFE.

4.2.4 Μελλοντικές Επενδυτικές Ανάγκες

Όταν μια επιχείρηση προσδοκά σημαντικές αυξήσεις παγίων στοιχείων στο μέλλον, μπορεί να επιλέξει να διανείμει μερίσματα μικρότερα από την FCFE. Επειδή η έκδοση χρεογράφων συνεπάγεται κόστος, η επιχείρηση ενδέχεται να παρακρατήσει ένα μέρος των διαθέσιμων της για να χρηματοδοτήσει τις μελλοντικές πάγιες επενδύσεις της.

4.2.5 Φορολογία

Αν τα μερίσματα έχουν μεγαλύτερο φορολογικό συντελεστή από τα κεφαλαιακά κέρδη, οι επιχειρήσεις συνήθως διανέμουν χαμηλότερα μερίσματα σε σχέση με αυτά που μπορούν. Αυτό μπορεί να ενισχυθεί, αν οι μέτοχοι έχουν υψηλό συντελεστή φορολογίας εισοδήματος.

4.2.6 Μεταφορά Μηνυμάτων

Οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν συχνά τα μερίσματα για να μεταφέρουν μηνύματα στην αγορά σχετικά με τις μελλοντικές προοπτικές τους. Οι αυξήσεις μερισμάτων θεωρούνται θετικά μηνύματα, ενώ οι μειώσεις αρνητικά. Αυτή η λειτουργία των μερισμάτων μπορεί ενδεχομένως να οδηγήσει σε διαφορές ανάμεσα στα μερίσματα και στην FCFE.

4.3 Υποδείγματα FCFE

4.3.1 Εισαγωγή

Το υπόδειγμα της FCFE βασίζεται στην προεξόφληση της υπολειμματικής ταμιακής ροής προς τους μετόχους. Για να υπάρξει όμως η δυνατότητα να χρησιμοποιηθεί το συγκεκριμένο υπόδειγμα, χρειάζεται να γίνουν δύο υποθέσεις:

Πρώτον, η επιχείρηση δε θα είναι σε θέση να συσσωρεύσει μετρητά στο μέλλον, επειδή το σύνολο της υπολειμματικής ταμιακής ροής κάθε περιόδου διανέμεται στους μετόχους.

Δεύτερον, η αύξηση της FCFE θα προέρχεται αποκλειστικά από μελλοντικά κέρδη που θα δημιουργηθούν από τα λειτουργικά στοιχεία ενεργητικού της επιχείρησης και όχι από μη λειτουργικά έσοδα όπως αυξήσεις της αξίας των εμπορεύσιμων χρεογράφων.

4.3.2 Υπολογισμός Ρυθμού Ανάπτυξης FCFE

Η FCFE αποτελεί ταμιακή εισροή των μετοχικών επενδυτών και επομένως ο θεμελιώδης ρυθμός ανάπτυξης υπολογίζεται από το γινόμενο του δείκτη επανεπένδυσης ιδίων κεφαλαίων επί την απόδοση των ίδιων κεφαλαίων. Ο δείκτης επανεπένδυσης ιδίων κεφαλαίων χρησιμοποιείται γιατί μετράει το ποσοστό των καθαρών κερδών που επανεπενδύονται στην επιχείρηση και υπολογίζεται ως εξής:

$$\begin{aligned} & \text{Δείκτης επανεπένδυσης ιδίων κεφαλαίων} = \\ & = (\text{Καθαρές κεφαλαιουχικές δαπάνες} + \text{Μεταβολές κεφαλαίου κίνησης} - \text{Καθαρές} \\ & \quad \text{εκδόσεις δανείων}) / \text{Καθαρά κέρδη} \\ & \text{(Συνάρτηση Αποτίμησης 7)} \end{aligned}$$

Η απόδοση ιδίων κεφαλαίων πρέπει να τροποποιηθεί γιατί η συνήθης μέτρηση της απόδοσης περιλαμβάνει έσοδα τόκων τα οποία προέρχονται από μετρητά και εμπορεύσιμα χρεόγραφα και γιατί η λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων περιλαμβάνει ακόμα την αξία των μετρητών και εμπορεύσιμων χρεογράφων. Στο υπόδειγμα της FCFE δεν υπάρχει πλεόνασμα μετρητών που παραμένει στην επιχείρηση και επομένως η απόδοση ιδίων κεφαλαίων θα πρέπει να μετρά την απόδοση των μη ταμιακών επενδύσεων. Συνεπώς, απαιτείται τροποποίηση της απόδοσης ιδίων κεφαλαίων προκειμένου να λαμβάνει μη ταμιακές διαστάσεις. Δηλαδή:

$$\begin{aligned} & \text{Μη ταμιακή απόδοση ιδίων κεφαλαίων} = \\ & = (\text{Καθαρά κέρδη} - \text{Κέρδη μετά φόρων από μετρητά και εμπορεύσιμα χρεόγραφα}) \\ & \quad / (\text{Λογιστική αξία ιδίων κεφαλαίων} - \text{Μετρητά και εμπορεύσιμα χρεόγραφα}) \end{aligned}$$

(Συνάρτηση Αποτίμησης 8)

Επομένως έχουμε ότι:

$$\begin{aligned} & \text{Προβλεπόμενη ανάπτυξη FCFE} = \\ & = \text{Δείκτης επανεπένδυσης ιδίων κεφαλαίων} \cdot \text{Μη ταμιακή απόδοση ιδίων} \\ & \quad \text{κεφαλαίων} \end{aligned}$$

(Συνάρτηση Αποτίμησης 9)

4.3.3 Υπόδειγμα Σταθερής Ανάπτυξης FCFE

Η αξία του μετοχικού κεφαλαίου με το υπόδειγμα σταθερής ανάπτυξης είναι συνάρτηση της προβλεπόμενης FCFE της επόμενης περιόδου, του σταθερού ρυθμού ανάπτυξης και του κόστους του μετοχικού κεφαλαίου. Δηλαδή:

$$V_0 = \frac{FCFE_1}{K_s - g_n}$$

(Συνάρτηση Αποτίμησης 10)

όπου,

- V_0 = Αξία μετοχής
- $FCFE_1$ = Προβλεπόμενη FCFE τον επόμενο χρόνο
- K_s = Κόστος μετοχικού κεφαλαίου επιχείρησης
- g_n = Ρυθμός ανάπτυξης FCFE διηνεκώς

Για τον υπολογισμό του κόστους του μετοχικού κεφαλαίου μπορεί να χρησιμοποιηθεί το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων (CAPM). Επομένως έχουμε την παρακάτω σχέση:

$$K_s = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f)$$

(Συνάρτηση Αποτίμησης 11)

όπου:

- β = Συντελεστής βήτα επιχείρησης
- R_f = Απόδοση χωρίς κίνδυνο
- $R_m - R_f$ = Αμοιβή κινδύνου αγοράς

Ο συντελεστής β είναι ένα μέτρο του βαθμού μεταβλητότητας μιας κοινής μετοχής σε σχέση με τη μέση μετοχή. Υπολογίζεται με τη χρησιμοποίηση γραμμικής παλινδρόμησης μεταξύ παρελθουσών αποδόσεων μιας κοινής μετοχής (εξαρτημένη μεταβλητή) και των παρελθουσών αποδόσεων κάποιου χρηματιστηριακού δείκτη (ανεξάρτητη μεταβλητή).

Ουσιαστικά ο συντελεστής β μετράει το συστηματικό (μη διαφοροποιήσιμο) κίνδυνο μιας μετοχής, δηλαδή τον κίνδυνο του αξιόγραφου που προέρχεται από τις διακυμάνσεις της συνολικής χρηματιστηριακής αγοράς και ο οποίος δεν εξουδετερώνεται από τη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου.

Για την απόδοση χωρίς κίνδυνο χρησιμοποιείται συνήθως το επιτόκιο των κρατικών ομολόγων δεκαετούς διάρκειας. Τα κρατικά ομόλογα είναι απαλλαγμένα από τον κίνδυνο αθέτησης της υποχρέωσης καταβολής των τόκων και επιστροφής κεφαλαίου. Η αμοιβή κινδύνου αγοράς είναι η διαφορά μεταξύ της απόδοσης του χαρτοφυλακίου αγοράς και της απόδοσης χωρίς κίνδυνο. Μπορεί να υπολογιστεί είτε με ιστορικά είτε με μελλοντικά δεδομένα.

Για τον υπολογισμό του δείκτη επανεπένδυσης για μια επιχείρηση σταθερής ανάπτυξης μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε δύο τρόπους. Πρώτον, μπορεί να χρησιμοποιηθεί ο τυπικός δείκτης επανεπένδυσης των επιχειρήσεων του κλάδου στον οποίο λειτουργεί η επιχείρηση. Σ' αυτήν την περίπτωση, η τυποποιημένη κεφαλαιακή δαπάνη της επιχείρησης υπολογίζεται χρησιμοποιώντας το δείκτη της μέσης κεφαλαιακής δαπάνης προς τις αποσβέσεις του κλάδου.

Δεύτερον, μπορεί να χρησιμοποιηθεί η σχέση μεταξύ της ανάπτυξης και των θεμελιωδών μεγεθών για τον υπολογισμό της απαιτούμενης επανεπένδυσης. Η προβλεπόμενη ανάπτυξη στα καθαρά κέρδη μπορεί να διατυπωθεί από την ακόλουθη σχέση:

$$g_n = b \cdot ROE$$

(Συνάρτηση Αποτίμησης 12)

όπου:

- b = δείκτης επανεπένδυσης ίδιων κεφαλαίων
- ROE = Απόδοση ίδιων κεφαλαίων

Συνεπώς, από την Συνάρτηση Αποτίμησης 2.11, έχουμε ότι ο δείκτης επανεπένδυσης ίδιων κεφαλαίων ισούται με:

$$b = \frac{g_n}{ROE}$$

(Συνάρτηση Αποτίμησης 13)

Το συγκεκριμένο υπόδειγμα ταιριάζει σε επιχειρήσεις που αναπτύσσονται με ένα ρυθμό χαμηλότερο ή το πολύ ίσο με την ονομαστική ανάπτυξη της οικονομίας. Στο σημείο αυτό, θα πρέπει να σημειωθεί ότι το υπόδειγμα είναι καλύτερο για σταθερές επιχειρήσεις οι οποίες διανέμουν μερίσματα που είναι ασυνεχώς υψηλά ή σημαντικά χαμηλά από την FCFE.

4.3.4 Υπόδειγμα Δύο Περιόδων FCFE

Το υπόδειγμα δύο περιόδων ανάπτυξης FCFE (the two-stage FCFE model) υποθέτει ότι η ανάπτυξη πραγματοποιείται σε δύο περιόδους. Στην αρχική περίοδο ο ρυθμός ανάπτυξης δεν είναι σταθερός, ενώ στην επόμενη περίοδο ο ρυθμός ανάπτυξης είναι σταθερός και μπορεί να διατηρηθεί διηλεκώς.

Παρόλο που στις περισσότερες περιπτώσεις ο ρυθμός ανάπτυξης στην αρχική περίοδο είναι υψηλότερος από τον αντίστοιχο σταθερό, το υπόδειγμα μπορεί να προσαρμοστεί ώστε να αποτιμήσει μετοχές εταιρειών που αναμένεται να έχουν χαμηλό ή ακόμα και αρνητικό ρυθμό ανάπτυξης για λίγα χρόνια, ενώ στην συνέχεια επανέρχονται σε σταθερή ανάπτυξη.

Η πρώτη περίοδος χαρακτηρίζεται από ένα υπερβολικό ρυθμό ανάπτυξης, ο οποίος διατηρείται για ορισμένα χρόνια και η δεύτερη από ένα σταθερό ρυθμό ανάπτυξης που διαρκεί διηλεκώς. Συνεπώς, η αξία του μετοχικού κεφαλαίου υπολογίζεται ως το άθροισμα της παρούσας αξίας των ετήσιων FCFE για την περίοδο της υπερβολικής ανάπτυξης και της παρούσας αξίας της τερματικής αξίας (terminal value) στο τέλος της περιόδου. Δηλαδή:

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1+K_{s,hg})^t} + \frac{V_n}{(1+K_{s,hg})^n} \quad (\text{Συνάρτηση Αποτίμησης 14})$$

όπου:

- $FCFE_t$ = Υπολειμματική ταμιακή ροή προς μετόχους την περίοδο t
- V_n = Τιμή στο τέλος της περιόδου υπερβολικής ανάπτυξης (Τερματική αξία)
- $K_{s,hg}$ = Κόστος μετοχικού κεφαλαίου υψηλού ρυθμού ανάπτυξης

Η τερματική αξία υπολογίζεται με εφαρμογή του υποδείγματος διηλεκούς ρυθμού ανάπτυξης. Δηλαδή:

$$V_n = \frac{FCFE_{n+1}}{K_{s,st} \cdot g_n} \quad (\text{Συνάρτηση Αποτίμησης 15})$$

όπου:

- g_n = Διηλεκής ρυθμός ανάπτυξης μετά τον τερματικό χρόνο
- $K_{s,st}$ = Κόστος μετοχικού κεφαλαίου σταθερού ρυθμού ανάπτυξης

Δεδομένου ότι το υπόδειγμα δύο περιόδων FCFE βασίζεται σε δύο σαφώς οροθετημένες περιόδους ανάπτυξης, υψηλή και σταθερή, είναι πιο κατάλληλο για επιχειρήσεις που βρίσκονται σε υψηλή ανάπτυξη και αναμένεται να διατηρήσουν αυτό το ρυθμό για μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο, μετά την οποία οι πηγές της υψηλής ανάπτυξης αναμένεται να εξαντληθούν.

Μία άλλη περίπτωση στην οποία μπορεί λογικά να γίνει η υπόθεση της υπέρμετρης ανάπτυξης είναι όταν μια επιχείρηση είναι σ' ένα κλάδο ο οποίος απολαμβάνει υπέρμετρη ανάπτυξη επειδή υπάρχουν σημαντικά εμπόδια εισόδου στην αγορά

(είτε νομικά είτε ως συνέπεια απαιτήσεων υποδομής), τα οποία αναμένεται να κρατήσουν τις επιχειρήσεις που ενδιαφέρονται για τον κλάδο έξω από την αγορά για αρκετά χρόνια. Τέλος, το υπόδειγμα λειτουργεί εξαιρετικά όταν οι επιχειρήσεις που αποτιμώνται δίνουν μεγαλύτερα ή μικρότερα μερίσματα από την FCFE.

4.3.5 Υπόδειγμα Τριών Περιόδων FCFE

Το υπόδειγμα τριών περιόδων ανάπτυξης της FCFE (the three-stage FCFE model) προβλέπει μία αρχική περίοδο υψηλής ανάπτυξης, μία μεταβατική περίοδο όπου ο ρυθμός ανάπτυξης μειώνεται και μια τελική σταθερή περίοδο διηνεκούς ανάπτυξης. Η αξία της μετοχής είναι το άθροισμα της παρούσας αξίας της υπολειμματικής ταμιακής ροής προς τους μετόχους κατά τη διάρκεια της περιόδου υψηλής ανάπτυξης και της περιόδου μετάβασης συν την παρούσα αξία της τερματικής αξίας στην αρχή της σταθερής περιόδου. Δηλαδή:

$$V_0 = \sum_{t=1}^{n_1} \frac{FCFE_t}{(1 + K_{s,hg})^t} + \sum_{t=n_1+1}^{n_2} \frac{FCFE_t}{(1 + K_{s,t})^t} + \frac{V_{n_2}}{(1 + K_{s,st})^n} \quad (\text{Συνάρτηση Αποτίμησης 16})$$

όπου:

- $FCFE_t$ = Υπολειμματική ταμιακή ροή προς μετόχους την περίοδο t
- V_{n_2} = Τερματική αξία στο τέλος της μεταβατικής περιόδου
- $K_{s,hg}$ = Κόστος μετοχικού κεφαλαίου υψηλής ανάπτυξης
- $K_{s,t}$ = Κόστος μετοχικού κεφαλαίου την περίοδο μετάβασης
- $K_{s,st}$ = Κόστος μετοχικού κεφαλαίου σταθερής ανάπτυξης
- n_1 = Τέλος περιόδου υψηλής ανάπτυξης
- n_2 = Τέλος μεταβατικής περιόδου

Ειδικότερα, θα είναι λογικό να υποθέσουμε ότι καθώς η επιχείρηση κινείται από την υψηλή στη σταθερή ανάπτυξη, θα μεταβάλλονται οι κεφαλαιουχικές δαπάνες και οι αποσβέσεις. Στην περίοδο υψηλής ανάπτυξης, οι κεφαλαιουχικές δαπάνες είναι πιθανό να είναι μεγαλύτερες από της αποσβέσεις, ενώ στη μεταβατική περίοδο η διαφορά ενδέχεται να μειωθεί. Τέλος, η διαφορά αυτή θα είναι ακόμη χαμηλότερη στην περίοδο της σταθερής ανάπτυξης, αντανακλώντας το χαμηλότερο ρυθμό ανάπτυξης.

Καθώς μεταβάλλονται τα χαρακτηριστικά ανάπτυξης της επιχείρησης, μεταβάλλονται και τα χαρακτηριστικά κινδύνου της. Σύμφωνα με το CAPM, ο συντελεστής βήτα μπορεί να μεταβληθεί καθώς ο ρυθμός ανάπτυξης μειώνεται.

Το υπόδειγμα είναι κατάλληλο για να αποτιμήσει επιχειρήσεις που έχουν υψηλούς τρέχοντες ρυθμούς ανάπτυξης γιατί περιλαμβάνει τρεις περιόδους ανάπτυξης και προϋποθέτει βαθμιαία μείωση από την υψηλή στη χαμηλή ανάπτυξη. Επίσης, είναι εξαιρετικά χρήσιμο για αποτίμηση επιχειρήσεων των οποίων τα μερίσματα είναι σημαντικά υψηλότερα ή χαμηλότερα από την FCFE.

4.4 Αποτίμηση FCFF-Ορισμός FCFF

Στο υπόλοιπο μέρος αναπτύσσεται η διαδικασία αποτίμησης ολόκληρης της επιχείρησης είτε προεξοφλώντας ταμιακές ροές προς όλους τους χορηγούς κεφαλαίων της επιχείρησης με το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (υπόδειγμα κόστους κεφαλαίου) είτε προσθέτοντας την αξία των δανείων και την αξία της επιχείρησης χωρίς δάνεια (υπόδειγμα προσαρμοσμένης παρούσας αξίας)

Η υπολειμματική ταμιακή ροή προς την επιχείρηση είναι το άθροισμα των ταμιακών ροών προς όλους τους χρηματοδότες της επιχείρησης, συμπεριλαμβανομένων των κοινών μετόχων, δανειστών και προνομιούχων μετόχων.

Δηλαδή:

$$\begin{aligned} & \text{Υπολειμματική ταμιακή ροή προς την επιχείρηση} = \\ & = \text{Υπολειμματική ταμιακή ροή προς μετόχους} + \\ & + \text{Τόκοι} \cdot (1 - \text{Συντελεστής φορολογίας}) + \text{Χρεολύσια} - \\ & - \text{Νέες εκδόσεις δανείων} + \text{Προνομιούχα μερίσματα} \end{aligned}$$

(Συνάρτηση Αποτίμησης 17)

Ένας άλλος τρόπος για τον υπολογισμό της υπολειμματικής ταμιακής ροής προς την επιχείρηση είναι να υπολογίσουμε τις ταμιακές ροές πριν από κάθε πληρωμή χρεολυσίων. Πιο συγκεκριμένα:

$$\begin{aligned} & \text{Υπολειμματική ταμιακή ροή προς την επιχείρηση} = \\ & = \text{Κέρδη προ τόκων και φόρων} \cdot (1 - \text{Συντελεστής φορολογίας}) + \\ & + \text{Αποσβέσεις} - \text{Κεφαλαιουχικές δαπάνες} - \text{Μεταβολές κεφαλαίου κίνησης} \end{aligned}$$

(Συνάρτηση Αποτίμησης 18)

Η παραπάνω ταμιακή ροή λέγεται ταμιακή ροή χωρίς δάνεια, γιατί υπολογίζεται πριν από τις πληρωμές δανείων. Επίσης δεν περιλαμβάνει το φορολογικό όφελος από τόκους γιατί αυτό ενσωματώνεται στο κόστος κεφαλαίου οπότε έχουμε κόστος δανείων μετά από φόρους. Η προσθήκη του οφέλους από τόκους τόσο στο κόστος κεφαλαίου όσο και στην ταμιακή ροή οδηγεί σε διπλό υπολογισμό των τόκων.

Επιχειρήσεις που έχουν υψηλή δανειακή επιβάρυνση ή βρίσκονται σε διαδικασία μεταβολής της δανειακής επιβάρυνσής τους αποτιμώνται καλύτερα με το υπόδειγμα της FCFF. Ο υπολογισμός της FCFE θεωρείται πολύ δύσκολος εξαιτίας της διασποράς που προκαλούν οι πληρωμές δανείων και η αξία του μετοχικού κεφαλαίου, η οποία εμφανίζεται ιδιαίτερα ευαίσθητη στις υποθέσεις που σχετίζονται με ρυθμούς ανάπτυξης και κίνδυνο. Θεωρητικά, βέβαια, τα δύο υποδείγματα πρέπει να καταλήγουν σε ίδια αξία του μετοχικού κεφαλαίου.

Η FCFF παρουσιάζει τρία προβλήματα. Καταρχήν, η FCFE είναι περισσότερο κατανοητή από την FCFF. Οι ταμιακές ροές είναι συνήθως συνδεδεμένες με ταμιακές ροές μετά από πληρωμές δανείων, επειδή οι αναλυτές, σκεπτόμενοι ως

μέτοχοι, θεωρούν ότι οι πληρωμές είναι ταμιακές εκροές. Με άλλα λόγια, η FCFE είναι πιο πρακτική, ενώ οι FCFF μας παραπέμπει στην υποθετική ερώτηση "Ποια θα ήταν η ταμιακή ροή μίας επένδυσης με μηδενική δανειακή επιβάρυνση;"

Επίσης, η εστίαση σε ταμιακές ροές προ δανείων μπορεί να αποκρύψει ζωτικά θέματα σχετικά με την επιβίωση μίας επιχείρησης. Τέλος, η προσθήκη του δείκτη δανείων στο κόστους κεφαλαίου προκειμένου να ενσωματωθεί η επίδραση της δανειακής επιβάρυνσης απαιτεί θεωρητικές υποθέσεις οι οποίες μπορεί να αποδειχθούν ανεφάρμοστες στην πράξη.

4.5 Υπόδειγμα Κόστος Κεφαλαίου

Η αξία μιας επιχείρησης είναι η παρούσα αξία της υπολειμματικής ταμιακής ροής προς την επιχείρηση με συντελεστή προεξόφλησης το μέσο σταθμικό κόστους κεφαλαίου. Σ' αυτήν την αξία είναι ενσωματωμένο το όφελος από τόκους με τη μορφή του κόστους δανείων μετά από φόρους και ο αναμενόμενος πρόσθετος κίνδυνος που συνδέεται με τη χρήση δανείων και εντοπίζεται στην αύξηση του κόστους του μετοχικού κεφαλαίου και των δανείων.

4.5.1 Υπόδειγμα Σταθερής Ανάπτυξης

Μία επιχείρηση που αναπτύσσεται διηλεκώς με ένα σταθερό ρυθμό ανάπτυξης μπορεί, όπως υποθέσαμε στο υπόδειγμα της FCFE, να αποτιμηθεί με το υπόδειγμα σταθερής ανάπτυξης. Δηλαδή:

$$V_0 = \frac{FCFF_1}{WACC \cdot g_n} \quad (\text{Συνάρτηση Αποτίμησης 19})$$

όπου,

- V_0 = Αξία επιχείρησης
- $FCFF_1$ = Προβλεπόμενη FCFF τον επόμενο χρόνο
- WACC = Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου
- g_n = Ρυθμός ανάπτυξης FCFE διηλεκώς

Το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου υπολογίζεται με βάση την παρακάτω σχέση:

$$WACC = K_e \frac{E}{D+E} + K_d(1-t) \frac{D}{D+E} \quad (\text{Συνάρτηση Αποτίμησης 20})$$

όπου,

- K_e = Κόστος ιδίων κεφαλαίων
- K_d = Κόστος δανείων
- D = Λογιστική αξία δανείων
- E = Λογιστική αξία ιδίων κεφαλαίων
- t = συντελεστής φορολογίας

Η χρησιμοποίηση του υποδείγματος προϋποθέτει την ικανοποίηση δύο συνθηκών. Πρώτον, ο ρυθμός ανάπτυξης πρέπει να είναι μικρότερος ή ίσος με το ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας. Αν το κόστος κεφαλαίου είναι ονομαστικό έχουμε ονομαστική ανάπτυξη, διαφορετικά αν το κόστος κεφαλαίου είναι πραγματικό έχουμε πραγματική ανάπτυξη.

Δεύτερον, τα χαρακτηριστικά της επιχείρησης, όπως για παράδειγμα ο δείκτης επανεπένδυσης, πρέπει να είναι συνεπής με τις υποθέσεις της σταθερής ανάπτυξης. Ο καλύτερος τρόπος για την ύπαρξη συνέπειας είναι ο δείκτης επανεπένδυσης να υπολογίζεται με βάση το σταθερό ρυθμό ανάπτυξης. Δηλαδή:

$$\text{Ρυθμός επανεπένδυσης} = \frac{\text{Ρυθμός ανάπτυξης}}{ROC} \quad (\text{Συνάρτηση Αποτίμησης 21})$$

$$ROC = \frac{EBIT(1-t)}{D+E} \quad (\text{Συνάρτηση Αποτίμησης 22})$$

όπου:

- ROC = Απόδοση συνολικών κεφαλαίων
- EBIT = Κέρδη προ τόκων και φόρων
- t = Συντελεστής φορολογίας
- D = Λογιστική αξία δανείων
- E = Λογιστική αξία ιδίων κεφαλαίων

Το υπόδειγμα σταθερής ανάπτυξης είναι ευαίσθητο στις υποθέσεις αναφορικά με τον αναμενόμενο ρυθμό ανάπτυξης. Αυτή η ευαισθησία είναι ιδιαίτερη ισχυρή επειδή ο συντελεστής προεξόφλησης είναι το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου, το οποίο είναι σημαντικά χαμηλότερο από το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου. Επιπρόσθετα, αν ο δείκτης επανεπένδυσης υπολογίζεται με βάση την απόδοση συνολικών κεφαλαίων, οι μεταβολές αυτής της απόδοσης έχουν σημαντικές επιδράσεις στην αξία της επιχείρησης.

4.5.2 Υπόδειγμα Δύο Περιόδων Ανάπτυξης

Αν η επιχείρηση έχει επιτύχει ένα συγκεκριμένο επίπεδο ανάπτυξης μέσα σε ορισμένα χρόνια και μετά αρχίζει να αναπτύσσεται με ένα σταθερό ρυθμό ανάπτυξης g_n , τότε η αξία της υπολογίζεται ως εξής:

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC_{hg})^t} + \frac{FCFF_{n+1}}{(1+WACC_{hg})^n} \cdot \frac{WACC_{st} \cdot g_n}{WACC_{hg}} \quad (\text{Συνάρτηση Αποτίμησης 23})$$

όπου:

- $WACC_{hg}$ = Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου υψηλής ανάπτυξης
- $WACC_{st}$ = Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου σταθερής ανάπτυξης

Κατά τα λοιπά ισχύουν όσα έχουμε αναφέρει ήδη στο υπόδειγμα προεξόφλησης FCFE δύο περιόδων ανάπτυξης.

4.5.3 Υπόδειγμα Τριών Περιόδων Ανάπτυξης

Το υπόδειγμα προεξόφλησης FCFF τριών περιόδων ανάπτυξης προβλέπει μία αρχική περίοδο υψηλής ανάπτυξης, μία μεταβατική περίοδο όπου ρυθμός ανάπτυξης μειώνεται βαθμιαία και μία τελική σταθερή περίοδο διηνεκούς ανάπτυξης. Επομένως η αξία της επιχείρησης θα είναι:

$$V_0 = \sum_{t=1}^{n_1} \frac{FCFF_t}{(1+WACC_{hg})^t} + \sum_{t=n_1+1}^{n_2} \frac{FCFF_t}{(1+WACC_t)^t} + \frac{FCFF_{n_2+1}}{WACC_{st} \cdot g_n} \cdot \frac{1}{(1+WACC_{st})^n} \quad (\text{Συνάρτηση Αποτίμησης 24})$$

Κατά τα λοιπά ισχύουν όσα έχουμε αναφέρει ήδη στο υπόδειγμα προεξόφλησης FCFE τριών περιόδων ανάπτυξης.

4.5.4 Υπόδειγμα Προσαρμοσμένης Παρούσας Αξίας

Το υπόδειγμα της προσαρμοσμένης παρούσας αξίας (adjusted present value - APV) υπολογίζει την αξία της επιχείρησης ακολουθώντας τρία βήματα. Στο πρώτο βήμα, υπολογίζεται η αξία μίας επιχείρησης χωρίς δανειακή επιβάρυνση (unlevered firm). Αυτό μπορεί να επιτευχθεί εκτιμώντας την επιχείρηση σαν μην είχε καθόλου δάνεια, δηλαδή προεξοφλώντας την προβλεπόμενη FCFF με συντελεστή προεξόφλησης το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης χωρίς δάνεια. Στην ιδιαίτερη περίπτωση όπου οι ταμιακές ροές αναπτύσσονται με ένα ρυθμό ανάπτυξης διηνεκώς, η αξία της επιχείρησης υπολογίζεται εύκολα ως:

$$V_{unlevered} = \frac{FCFF_0(1+g)}{\rho_u \cdot g} \quad (\text{Συνάρτηση Αποτίμησης 25})$$

όπου:

- $FCFF_0$ = Τρέχουσα λειτουργική FCFF μετά φόρων
- ρ_u = Κόστος ίδιων κεφαλαίων επιχείρησης χωρίς δάνεια
- g = Προβλεπόμενος ρυθμός ανάπτυξης

Η εφαρμογή του υποδείγματος απαιτεί τη γνώση των αναμενόμενων ταμιακών ροών, των ρυθμών ανάπτυξης και του κόστους του μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης χωρίς δάνεια. Ο υπολογισμός του τελευταίου προϋποθέτει το συντελεστή βήτα της επιχείρησης χωρίς δάνεια, ο οποίος δίνεται από την ακόλουθη

Συνάρτηση Αποτίμησης:

$$\beta_{unlevered} = \frac{\beta_{current}}{1 + (1-t) \cdot \frac{D}{E}} \quad (\text{Συνάρτηση Αποτίμησης 26})$$

όπου:

- $\beta_{unlevered}$ = Συντελεστής βήτα της επιχείρησης χωρίς δάνεια
- $\beta_{current}$ = Τρέχων συντελεστής βήτα της επιχείρησης
- t = Συντελεστής φορολογίας της επιχείρησης
- D/E = Τρέχων δείκτης δανείων προς ίδια κεφάλαια

Το δεύτερο βήμα είναι ο υπολογισμός του αναμενόμενου φορολογικού οφέλους από ένα δεδομένο επίπεδο δανείων. Αυτό το όφελος είναι συνάρτηση του συντελεστή φορολογίας της επιχείρησης και του ύψους των δανείων. Δηλαδή:

$$\text{Αξία φορολογικού οφέλους} = t_c \cdot D \quad (\text{Συνάρτηση Αποτίμησης 27})$$

όπου:

- t_c = Οριακός συντελεστής φορολογίας
- D = Δάνεια

Ο συντελεστής φορολογίας είναι ο οριακός συντελεστής και υποτίθεται ότι παραμένει σταθερός με την πάροδο του χρόνου. Η παρούσα αξία του φορολογικού οφέλους μπορεί να υπολογιστεί ακόμη και όταν προβλέπεται μεταβολή του συντελεστή φορολογίας. Όμως, σε αυτή την περίπτωση δε μπορεί να χρησιμοποιηθεί η Συνάρτηση Αποτίμησης 2.24 που αναφέρεται στη διηλεκτή ανάπτυξη.

Το τρίτο βήμα είναι ο υπολογισμός της επίδρασης δεδομένου επιπέδου δανείων στον πιστωτικό κίνδυνο της επιχείρησης και στο αναμενόμενο κόστος πτώχευσης. Θεωρητικά, αυτό απαιτεί εκτίμηση της πιθανότητας αδυναμίας εξυπηρέτησης πρόσθετων δανείων και του άμεσου και έμμεσου κόστους πτώχευσης. Η παρούσα αξία του αναμενόμενου κόστους πτώχευσης μπορεί να υπολογιστεί ως εξής:

$$\text{Παρούσα αξία αναμενόμενου κόστους πτώχευσης} = \pi_\alpha \cdot BC \quad (\text{Συνάρτηση Αποτίμησης 28})$$

όπου:

- π_α = Πιθανότητα αδυναμίας πληρωμής μετά από πρόσθετο δανεισμό
- BC = Παρούσα αξία κόστους πτώχευσης

Η πιθανότητα και το κόστος πτώχευσης δε μπορούν να υπολογιστούν άμεσα. Ένας υπολογισμός της πιθανότητας πτώχευσης αποβλέπει σε μία διαβάθμιση των

ομολογιών για κάθε επίπεδο δανείων και στη χρήση εμπειρικών εκτιμήσεων των πιθανοτήτων αδυναμίας πληρωμής δανείων για κάθε διαβάθμιση.

4.5.5 Υπόδειγμα Κόστος Κεφαλαίου Έναντι Υποδείγματος APV

Στο υπόδειγμα APV, η αξία της επιχείρησης με δάνεια υπολογίζεται προσθέτοντας την καθαρή επίδραση των δανείων στην αξία της επιχείρησης χωρίς δάνεια. Δηλαδή:

$$V_{unlevered} = \frac{FCFF_0(1+g)}{r_u - g} + t_c \cdot D - \pi_a \cdot BC \quad (\text{Συνάρτηση Αποτίμησης 29})$$

Στο υπόδειγμα του κόστους κεφαλαίου, οι επιδράσεις της δανειακής επιβάρυνσης εμφανίζονται στο κόστος κεφαλαίου (με την ενσωμάτωση των φορολογικών ωφελειών στο μετά τους φόρους κόστος των δανείων) και στο κόστος πτώχευσης (στο συντελεστή βήτα χωρίς δάνεια και στο κόστος δανείων προ φόρων).

Τα δύο υποδείγματα δεν καταλήγουν απαραίτητα σε ίδια αξία. Αυτό συμβαίνει για δύο λόγους. Πρώτον, τα δύο υποδείγματα θεωρούν το κόστος πτώχευσης με πολύ διαφορετικό τρόπο, με το υπόδειγμα APV να παρέχει μεγαλύτερη ελευθερία στη θεώρηση του έμμεσου κόστους πτώχευσης. Στο βαθμό που αυτά τα είδη κόστους δεν εμφανίζονται ή εμφανίζονται ανεπαρκώς στο προ φόρων κόστος δανείων, το υπόδειγμα APV θα οδηγήσει σε μια περισσότερο συντηρητική εκτίμηση της αξίας.

Δεύτερον, το υπόδειγμα APV υπολογίζει συνήθως το φορολογικό όφελος από μία νομισματική μονάδα δανειακής αξίας με βάση τα υπάρχοντα δάνεια. Αντίθετα, το υπόδειγμα κόστους κεφαλαίου υπολογίζει το φορολογικό όφελος με ένα δείκτη δανείων ο οποίος μπορεί να απαιτεί η επιχείρηση να δανειστεί αυξανόμενα ποσά στο μέλλον.

4.5.6 Δανειακή Επιβάρυνση και Αξία Επιχείρησης

Τα υποδείγματα κόστους κεφαλαίου και APV θεωρούν την αξία της επιχείρησης ως συνάρτηση της δανειακής επιβάρυνσης. Αυτό συνεπάγεται άμεσα ότι υπάρχει κάποιο μίγμα δανείων και μετοχικού κεφαλαίου στο οποίο η αξία της επιχείρησης μεγιστοποιείται.

Για να κατανοήσουμε καλύτερα τη σχέση μεταξύ κόστους κεφαλαίου και άριστης κεφαλαιακής διάρθρωσης, πρέπει να λάβουμε υπόψη μας τη σχέση μεταξύ αξίας επιχείρησης και κόστους κεφαλαίου. Όπως αναφέραμε παραπάνω, η αξία μιας επιχείρησης μπορεί να υπολογιστεί προεξοφλώντας τις αναμενόμενες ταμιακές ροές προς τις επιχείρηση με το κόστος κεφαλαίου. Οι ταμιακές ροές προς την επιχείρηση, υπολογίζονται μετά από λειτουργικά έξοδα, φόρους και επενδύσεις κεφαλαίου που είναι απαραίτητες για να υπάρξει ανάπτυξη του πάγιου ενεργητικού και του κεφαλαίου κίνησης στο μέλλον, αλλά πριν από χρηματοοικονομικά έξοδα.

Δηλαδή:

$$FCFF = \text{Κέρδη προ τόκων και φόρων} \cdot (1 - \text{Συντελεστής φορολογίας}) - \\ - (\text{Κεφαλαιουχικές δαπάνες} - \text{Αποσβέσεις}) - \text{Μεταβολές κεφαλαίου κίνησης}$$

(Συνάρτηση Αποτίμησης 30)

Επομένως, η αξία της επιχείρησης μπορεί να υπολογιστεί ως εξής:

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} \quad (\text{Συνάρτηση Αποτίμησης 31})$$

Αν η FCFF δεν επηρεάζεται από την επιλογή του χρηματοδοτικού μίγματος και το κόστος κεφαλαίου μειώνεται ως συνέπεια του μεταβαλλόμενου μίγματος χρηματοδότησης, η αξία της επιχείρησης θα αυξηθεί. Αν στοχεύουμε σε επιλογή χρηματοδοτικού μίγματος το οποίο θα μεγιστοποιεί την αξία της επιχείρησης, τότε θα πρέπει να επιδιώξουμε την ελαχιστοποίηση του κόστους κεφαλαίου. Με άλλα λόγια, όπου η FCFF είναι συνάρτηση του μίγματος δανείων και μετοχικού κεφαλαίου, η άριστη κεφαλαιακή διάρθρωση είναι εκείνη που μεγιστοποιεί την αξία της επιχείρησης.

Στο υπόδειγμα APV, η αποτίμηση αρχίζει με τον υπολογισμό της αξίας της επιχείρησης χωρίς δάνεια. Στη συνέχεια, καθώς προστίθενται δάνεια στην επιχείρηση, λαμβάνεται υπόψη η καθαρή επίδραση στην αξία της από τα οφέλη δανεισμού και από το κόστος δανεισμού. Η αξία της επιχείρησης με δάνεια μπορεί να υπολογιστεί σε διάφορα επίπεδα δανείων. Το επίπεδο δανείων που μεγιστοποιεί την αξία της επιχείρησης είναι ο άριστος δείκτης δανείων.

Η επιχείρηση χωρίς δάνεια δεν είναι συνάρτηση της προβλεπόμενης δανειακής επιβάρυνσης και μπορεί να υπολογιστεί, όπως αναφέραμε παραπάνω, προεξοφλώντας την FCFF με το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης χωρίς δάνεια.

Δηλαδή:

$$\text{Τρέχουσα αξία επιχείρησης} = \\ = \text{Αξία χωρίς δάνεια} + \text{Παρούσα αξία φορολογικών οφελών} - \\ - \text{Αναμενόμενο κόστος πτώχευσης}$$

(Συνάρτηση Αποτίμησης 32)

$$\text{Αξία επιχείρησης χωρίς δάνεια} = \\ = \text{Τρέχουσα αξία επιχείρησης} - \text{Παρούσα αξία φορολογικών οφελών} + \\ + \text{Αναμενόμενο κόστος πτώχευσης}$$

(Συνάρτηση Αποτίμησης 33)

Τα μόνα συστατικά που αλλάζουν καθώς η επιχείρηση μεταβάλλει τη δανειακή επιβάρυνσή της είναι τα προβλεπόμενα φορολογικά οφέλη και το αναμενόμενο κόστος πτώχευσης. Οι αξίες αυτές μπορούν να υπολογιστούν καθώς μεταβάλλεται η δανειακή επιβάρυνση ακολουθώντας την παρακάτω διαδικασία:

Εκτίμηση του υπόλοιπου των δανείων σε κάθε δείκτη δανείων. Διατηρώντας την αξία της επιχείρησης σταθερή, υπολογίζουμε το ποσό των δανείων που θα έχει η επιχείρηση σε διάφορους δείκτες δανείων.

Εκτίμηση των φορολογικών οφελών από δάνεια ως γινόμενο του ποσού των δανείων επί το φορολογικό συντελεστή. Αυτό ουσιαστικά υποθέτει ότι τα δάνεια είναι μόνιμα και συνεπώς τα φορολογικά οφέλη θα συνεχιστούν διηλεκώς.

Εκτίμηση της διαβάθμισης, του επιτοκίου και των τόκων σε κάθε δείκτη. Χρησιμοποίηση της διαβάθμισης προκειμένου να υπολογίσουμε την πιθανότητα αδυναμίας πληρωμής δανείων.

Εκτίμηση του αναμενόμενου κόστους πτώχευσης ως γινόμενο της πιθανότητας πτώχευσης επί το κόστος πτώχευσης εκφρασμένο ως ποσοστό της αξίας της επιχείρησης χωρίς δάνεια.

Αφού έχουμε υπολογίσει την αξία της επιχείρησης χωρίς δάνεια σε διάφορα επίπεδα δανείων, επιλέγουμε το επίπεδο δανείων που μεγιστοποιεί την αξία της επιχείρησης χωρίς δάνεια το οποίο αντιστοιχεί στον άριστο δείκτη δανείων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

5.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Στο κεφάλαιο αυτό γίνεται ανάλυση των υποδειγμάτων αποτίμησης που βασίζονται στη σχετική αποτίμηση και συγκεκριμένα σε κάποιους πολλαπλασιαστές (κερδών, πωλήσεων, λογιστικών αξιών και εσόδων).

5.2 ΣΧΕΤΙΚΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ

Στην αποτίμηση με βάση προεξοφλημένες ταμιακές ροές, σκοπός είναι να υπολογιστεί η αξία των επενδύσεων έχοντας σαν δεδομένο τις ταμιακές ροές, τον ρυθμό ανάπτυξης και τα χαρακτηριστικά κινδύνου. Στη σχετική αποτίμηση (relative valuation) στόχος είναι να υπολογιστεί η αξία επιχειρήσεων με βάση τρέχουσες αποτιμήσεις ομοειδών επιχειρήσεων.

Δύο είναι τα συστατικά της σχετικής αποτίμησης. Πρώτον, η αποτίμηση με μία σχετική βάση στην οποία, οι τιμές τυποποιούνται συνήθως με τη μετατροπή τους σε πολλαπλασιαστές κερδών, λογιστικών αξιών και εσόδων (πωλήσεων). Δεύτερον, η επιλογή ομοειδών επιχειρήσεων, πράγμα που είναι δύσκολο αφού καμία επιχείρηση δεν είναι ακριβώς ίδια με κάποια άλλη και επιχειρήσεις ακόμη στον ίδιο κλάδο διαφέρουν σε όρους κινδύνου, ανάπτυξης και ταμιακών ροών.

Η χρήση της σχετικής αποτίμησης είναι ευρέως διαδεδομένη. Η πλειοψηφία των αποτιμήσεων ίδιων κεφαλαίων και αρκετές εξαγορές επιχειρήσεων βασίζονται σε ένα πολλαπλασιαστή τιμής μετοχής προς πωλήσεις ή αξίας προς κέρδη προ τόκων, φόρων, αποσβέσεων και τμηματικού επιμερισμού των κεφαλαιουχικών δαπανών (EBITDA) και μίας ομάδας συγκρίσιμων επιχειρήσεων.

Τα πλεονεκτήματα της σχετικής αποτίμησης είναι επίσης και τα μειονεκτήματα της. Πρώτον, η ευκολία με την οποία η σχετική αποτίμηση συνδυάζει πολλαπλασιαστές και συγκρίσιμες επιχειρήσεις μπορεί να καταλήξει σε ανεπαρκείς εκτιμήσεις της αξίας, όταν βασικές μεταβλητές όπως κίνδυνος, ανάπτυξη ή δυνητικές ταμιακές ροές αγνοούνται. Δεύτερον, το γεγονός ότι οι πολλαπλασιαστές αντανακλούν την κατάσταση της αγοράς συνεπάγεται επίσης ότι η χρήση σχετικής αποτίμησης για την εκτίμηση της αξίας μίας επένδυσης μπορεί να καταλήξει σε αξίες πολύ υψηλές, όταν η αγορά υπερεκτιμά συγκρίσιμες επιχειρήσεις ή πολύ χαμηλές, όταν η αγορά υποεκτιμά αυτές τις επιχειρήσεις. Τρίτον, παρόλο που σε όλα τα υποδείγματα αποτίμησης υπάρχει μεροληψία, η έλλειψη διαφάνειας αναφορικά με τις υποθέσεις της σχετικής αποτίμησης την καθιστά ιδιαίτερα επιρρεπή σε χειραγώγηση.

Η αξία μίας μετοχής είναι συνάρτηση της αξίας του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας και του αριθμού των μετοχών της σε κυκλοφορία. Συνεπώς, μία διάσπαση μετοχής η οποία διπλασιάζει τον αριθμό των μετοχών θα μειώσει την αξία της μετοχής στο ήμισυ. Αφού οι τιμές των μετοχών καθορίζονται από τον αριθμό των μετοχών, οι τιμές αυτές δε μπορεί να συγκριθούν μεταξύ διαφορετικών

επιχειρήσεων. Για να συγκρίνουμε τις αξίες όμοιων επιχειρήσεων, είναι απαραίτητο να τυποποιήσουμε τις αξίες κατά κάποιο τρόπο. Οι αξίες μπορεί να τυποποιηθούν με βάση τα κέρδη που οι επιχειρήσεις συσσωρεύουν, τη λογιστική αξία ή την αξία αντικατάστασης των επιχειρήσεων, των εσόδων που συσσωρεύουν οι επιχειρήσεις ή με μέτρα που είναι ειδικά για τις επιχειρήσεις ενός κλάδου.

Όταν αγοράζουμε μία μετοχή, είναι συνηθισμένο να κοιτάμε την τιμή που καταβλήθηκε ως ένα πολλαπλασιαστή των κερδών ανά μετοχή. Αυτός ο δείκτης τιμής προς κέρδη ανά μετοχή (price/earning ratio - PE) μπορεί να υπολογιστεί με βάση τα τρέχοντα κέρδη ανά μετοχή, τρέχων δείκτης (current PE ratio), τα κέρδη των τεσσάρων τελευταίων τριμήνων, σειριακός δείκτης (trailing PE ratio) ή τα προβλεπόμενα κέρδη ανά μετοχή του επόμενου χρόνου, προθεσμιακός δείκτης (forward PE ratio).

Όταν αγοράζουμε μία επιχείρηση, είναι συνηθισμένο να κοιτάμε την αξία της επιχείρησης ως ένα πολλαπλασιαστή των λειτουργικών κερδών ή των κερδών πριν από τόκους, φόρους, αποσβέσεις και τμηματικού επιμερισμού των κεφαλαιουχικών δαπανών (EBITDA). Αυτοί οι πολλαπλασιαστές θα επηρεαστούν από την ανάπτυξη και τον κίνδυνο της επιχείρησης που αποκτάται.

Οι επενδυτές συχνά βασίζονται στη σχέση μεταξύ της τιμής που πληρώνουν για μία μετοχή και της λογιστικής αξίας των ίδιων κεφαλαίων ή της καθαρής περιουσίας (net worth) ως ένα μέτρο του πόσο υπερτιμημένη ή υποτιμημένη είναι η μετοχή. Ο δείκτης τιμής προς λογιστική αξία (price/book ratio) που προκύπτει μπορεί να διαφέρει ευρέως ανάπτυξης και την ποιότητα της διοίκησης. Όταν αποτιμούμε μία επιχείρηση, υπολογίζουμε αυτό το δείκτη μεταξύ κλάδων εξαρτώμενος από τις δυνατότητες με βάση την αξία της επιχείρησης και τη λογιστική αξία όλων των ενεργητικών στοιχείων (μάλλον παρά μόνο των ίδιων κεφαλαίων).

Τόσο τα κέρδη όσο και η λογιστική αξία είναι λογιστικά μέτρα και καθορίζονται από λογιστικούς κανόνες και αρχές. Μία εναλλακτική προσέγγιση, η οποία επηρεάζεται πολύ λιγότερο από λογιστικές επιλογές, είναι η χρήση του δείκτη της αξίας μίας επένδυσης προς τα έσοδα που δημιουργεί. Για επενδυτές μετοχικών αξιών, αυτός ο δείκτης είναι ο δείκτης της τιμής προς τις πωλήσεις (price/sales ratio — PS), όπου η αγοραία αξία ανά μετοχή διαιρείται διά των εσόδων που συσσωρεύει η μετοχή.

5.2.1 Price-to-Earnings (P/E)

Ο δείκτης κερδών (P/E) χρησιμοποιείται αρκετά συχνά από τους αναλυτές. Ένα από τα σημαντικότερα πλεονεκτήματα του πολλαπλασιαστή κερδών P/E είναι ότι τα λογιστικά κέρδη οδηγούν σε ακριβέστερη προσέγγιση των ταμιακών ροών σε σχέση με τις πωλήσεις. Επίσης, οι μελλοντικές εκτιμήσεις που στηρίζονται στα κέρδη ανά μετοχή είναι πιο αξιόπιστες από οποιοδήποτε άλλο υποθετικό οικονομικό δεδομένο.

Ο δείκτης P/E υπολογίζει το πόσα είναι διατεθειμένοι να πληρώσει η αγορά για τα κέρδη της υπό εξέταση εταιρείας. Γενικά, οι επιχειρήσεις που παρουσιάζουν υψηλό δείκτη P/E συνήθως αναμένεται να έχουν και υψηλότερο ρυθμό ανάπτυξης σε σχέση με εκείνες που ο δείκτης κινείται σε χαμηλά επίπεδα. Παρόλα αυτά, ο δείκτης P/E μεμονωμένα δεν προσφέρει ολοκληρωμένη πληροφόρηση για την αξία μιας μετοχής. Ο πιο ενδεδειγμένος ίσως τρόπος χρήσης του δείκτη είναι μέσω της σύγκρισης με κάποιο συγκεκριμένο πρότυπο (benchmark), όπως ο δείκτης P/E μιας άλλης εταιρείας του κλάδου, ο μέσος όρος του δείκτη P/E ολόκληρου του κλάδου ή ακόμη και της ίδιας της εταιρείας σε διαφορετικές χρονικές περιόδους. Καθεμιά από τις προσεγγίσεις αυτές είναι πολύ σημαντικές και οδηγεί σε συμπεράσματα, με την προϋπόθεση ότι οι περιορισμοί των εκτιμήσεων αυτών είναι γνωστοί, όπως για παράδειγμα ότι οι επιχειρήσεις του ίδιου κλάδου μπορεί να παρουσιάζουν σημαντικές διαφορές ως προς την κεφαλαιακή τους διάρθρωση, το επίπεδο κινδύνου, τις ανάγκες επανεπένδυσης, ή ότι η τρέχουσα αξία μιας μετοχής δεν αντικατοπτρίζει πάντα την πραγματική της αξία.

Ο προσδιορισμός του πολλαπλασιαστή κερδών στηρίζεται σε παρελθόντα κέρδη και γίνεται με βάση τον μέσο όρο πολλαπλασιαστών εισηγμένων ομοειδών επιχειρήσεων του κλάδου στο εσωτερικό και το εξωτερικό. Με τον τρόπο αυτό υπολογίζονται πολλαπλάσια της χρηματιστηριακής αξίας των εταιρειών αυτών σε σχέση με τα τελευταία δημοσιευμένα οικονομικά τους στοιχεία. Τα πολλαπλάσια κερδών που προκύπτουν, εφαρμόζονται στη συνέχεια στα οικονομικά μεγέθη της υπό αποτίμηση εταιρείας, οπότε προσδιορίζεται ένα εύρος αξίας για την εταιρεία. Γενικά ο πολλαπλασιαστής κερδών μπορεί να αποτελέσει μια τιμή αναφοράς της εταιρείας σε σχέση με τις ενδείξεις του Χρηματιστηρίου ή του κλάδου.

Παρά τα πλεονεκτήματά του, είναι γενικώς αποδεκτό ότι ο πολλαπλασιαστής P/E εμφανίζει σημαντικά μειονεκτήματα. Επειδή για την εξαγωγή συμπερασμάτων και τη λήψη αποφάσεων απαιτείται η σύγκριση του δείκτη με κάποιο δεδομένο πρότυπο (relative analysis), ο καθορισμός του κατάλληλου προτύπου μπορεί να είναι προβληματικός. Δεν είναι λίγες οι φορές που έχει παρατηρηθεί στην πράξη ολόκληροι κλάδοι σε συγκεκριμένες χρονικές περιόδους να είναι υπερτιμημένοι (overall) από την αγορά. Στην περίπτωση αυτή, μια επιχείρηση που έχει χαμηλότερο P/E συγκριτικά με τις ομοειδείς της εταιρείες, δεν σημαίνει πως η μετοχή της είναι «φθηνότερη» ή ενέχει κάποιο κίνδυνο, αφού ο κλάδος είναι σημαντικά υπερτιμημένος.

Επιπλέον, αναφορικά με τα κέρδη που χρησιμοποιούνται ως παρανομαστής του δείκτη, χρειάζεται ιδιαίτερη προσοχή ώστε να εξασφαλίζεται ότι αυτά αντικατοπτρίζουν τα πραγματικά κέρδη της επιχείρησης από τις κύριες δραστηριότητές της, και δεν υπόκεινται σε λογιστικές περιστασιακές στρεβλώσεις που εξυπηρετούν άλλους σκοπούς της διοίκησης. Επιπρόσθετα, επιχειρήσεις που εμφανίζουν έντονη εποχικότητα θα πρέπει να εξετάζονται λεπτομερώς ως προς τα κέρδη που εμφανίζονται στις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις ανά περιόδους, και τα οποία επηρεάζουν σε μεγάλο βαθμό τις περιοδικά εκτιμώμενες τιμές του δείκτη.

Τέλος, είναι σημαντικό να τονιστεί ότι υπάρχουν δύο είδη του δείκτη P/E που χρησιμοποιούνται κατά την εκτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης: ο δείκτης που υπολογίζεται σύμφωνα με τα ιστορικά οικονομικά στοιχεία των τελευταίων τεσσάρων τριμήνων (trailing P/E) και ο δείκτης που υπολογίζεται βάσει των εκτιμήσεων των οικονομικών μεγεθών για τα τέσσερα επόμενα τρίμηνα (forward P/E). Εξαιτίας του ότι οι συνήθεις εκτιμήσεις των αναλυτών σχετικά με την οικονομική επίδοση των επιχειρήσεων από χρόνο σε χρόνο είναι αισιόδοξες, με αποτέλεσμα να αναμένεται ότι οι επιχειρήσεις θα αυξήσουν τα κέρδη τους μελλοντικά, ο υπολογιζόμενος forward P/E δείκτης είναι σχεδόν πάντα χαμηλότερος του trailing P/E, ειδικά για τις επιχειρήσεις εκείνες που εμφανίζουν υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης.

Ως συνέπεια αυτού, ένας χαμηλός forward P/E δείκτης εξεταζόμενος μεμονωμένα μπορεί να αποδειχθεί εξαιρετικά παραπλανητικός για την αξία μιας επιχείρησης εάν δεν τεκμηριώνονται επαρκώς οι υποθέσεις για την μελλοντική οικονομική απόδοση της υπό εξέταση εταιρείας.

5.2.2 Price-to-Sales Multiple (P/S)

Ο πολλαπλασιαστής πωλήσεων είναι ένας από τους σημαντικότερους δείκτες αποτίμησης της αξίας των επιχειρήσεων. Ο δείκτης P/S υπολογίζεται διαιρώντας την τρέχουσα τιμή της μετοχής μιας εταιρείας με τις πωλήσεις ανά μετοχή, δηλαδή:

$$P / S = \text{Stock's market price} / \text{Sales per share}$$

Ένα από τα σημαντικότερα πλεονεκτήματα του πολλαπλασιαστή πωλήσεων, είναι ότι οι πωλήσεις είναι ένα οικονομικό μέγεθος που δεν μπορεί να υποβληθεί εύκολα σε λογιστικές υποθέσεις και στρεβλώσεις όπως τα κέρδη. Επιπλέον, οι πωλήσεις δεν είναι τόσο ευμετάβλητες όπως τα κέρδη, τα οποία μπορεί να παρουσιάσουν μια περιστασιακή αύξηση ή μείωση αναλόγως των εκτάκτων εσόδων ή εξόδων που ενδέχεται να προκύψουν. Παράλληλα, αν και η τελική γραμμή των αποτελεσμάτων χρήσεως των επιχειρήσεων που εμφανίζουν κυκλικές διακυμάνσεις μπορεί να διαφέρει σημαντικά από χρόνο σε χρόνο, εντούτοις οι πωλήσεις αποτελούν ένα πολύ πιο σταθερό μέγεθος, το οποίο μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως πρότυπο σύγκρισης μεταξύ ομοειδών εταιρειών. Τέλος, η σχετική ευκολία υπολογισμού του πολλαπλασιαστή P/S τον κάνει εξαιρετικά χρήσιμο για την αποτίμηση επιχειρήσεων που εμφανίζουν σημαντικές διαφοροποιήσεις στα κέρδη τους, συγκρίνοντας τις τρέχουσες με τις ιστορικές τιμές του δείκτη.

Ωστόσο, και ο πολλαπλασιαστής P/S υπόκειται σε περιορισμούς ως προς την εφαρμογή του. Μια ιδιαίτερη ατέλεια του δείκτη είναι το γεγονός ότι η αξία των πωλήσεων μιας επιχείρησης μπορεί να αποτιμάται σε χαμηλότερο ή σε υψηλότερο επίπεδο ανάλογα με την κερδοφορία της. Παρά το γεγονός ότι μια εταιρεία μπορεί να έχει υψηλά έσοδα από τις πωλήσεις της, αυτό μπορεί να συνοδεύεται από απώλεια σημαντικών χρηματικών ποσών κατά τις συναλλαγές της, με αποτέλεσμα να δυσχεραίνει ο προσδιορισμός του κατάλληλου P/S δείκτη ανά μετοχή, καθώς δεν μπορούν να εξαχθούν ασφαλή συμπεράσματα ως προς το επίπεδο της κερδοφορίας που δύναται να επιτύχει η επιχείρηση. Αυτό που δεν θα πρέπει να λησμονείται κατά

τη χρήση του πολλαπλασιαστή P/S είναι ότι, ένα ευρώ κέρδος έχει την ίδια αξία ανεξάρτητα από το επίπεδο των πωλήσεων που απαιτείται για την πραγματοποίησή του. Συνεπώς, ένα ευρώ πωλήσεων μιας εταιρείας με υψηλή κερδοφορία αξίζει πολύ περισσότερο συγκριτικά με εκείνο μιας επιχείρησης με χαμηλότερα περιθώρια κέρδους. Για το λόγο αυτό οι περισσότεροι αναλυτές συμφωνούν ότι ο πολλαπλασιαστής P/S είναι εξαιρετικά χρήσιμος μόνο όταν συγκρίνονται επιχειρήσεις ενός κλάδου ή κλάδων με παρόμοια περιθώρια κέρδους, ή την περίπτωση που εξετάζεται μια μεμονωμένη επιχείρηση.

5.2.3 Price-to-Book Value Multiple (P/BV)

Ο πολλαπλασιαστής λογιστικής αξίας συγκρίνει την τρέχουσα αξία της μετοχής μιας επιχείρησης με τη λογιστική της αξία, η οποία υπολογίζεται διαιρώντας την αξία της καθαρής θέσης που εμφανίζεται στον Ισολογισμό με τον αριθμό των μετοχών. Ο δείκτης P/BV προτιμάται από πιο συντηρητικούς αναλυτές, οι οποίοι θεωρούν ότι παρέχει ένα πιο ασφαλές μέτρο εκτίμησης της αξίας μιας επιχείρησης σε σχέση με τα κέρδη της.

Για τον προσδιορισμό του πολλαπλασιαστή P/BV ακολουθείται η ίδια μεθοδολογία όπως και για τον πολλαπλασιαστή P/E. Ο πολλαπλασιαστής λογιστικής αξίας παρέχει την ίδια χρησιμότητα αλλά έχει παράλληλα και τα ίδια μειονεκτήματα με τον πολλαπλασιαστή κερδών. Όπως ο P/E έτσι και ο P/BV αποτελεί ένα γρήγορο τρόπο προσεγγιστικής εκτίμησης της αξίας μιας εταιρείας. Πέραν όμως της απλής προσέγγισής του, βασικό μειονέκτημα του δείκτη είναι ότι στηρίζεται σε παρελθόντα λογιστικά κέρδη, τα οποία μπορεί να παρουσιάζουν σημαντική απόκλιση από τα προσδοκώμενα μελλοντικά κέρδη.

Ένας απλός λόγος είναι ότι οι δυνητικά ευνοϊκές επιπτώσεις πιθανών επεμβάσεων και αλλαγών στη διοίκηση, του εκσυγχρονισμού της παραγωγικής διαδικασίας ή της οργανωτικής αναδιάρθρωσης αυτής, μπορεί να μην αποτυπώνονται στα τρέχοντα κέρδη της επιχείρησης, καθώς οι ωφέλειες των αλλαγών αυτών απαιτούν χρόνο για να αποτυπωθούν στα αποτελέσματα της. Επιπρόσθετα, η αξία των παγίων περιουσιακών στοιχείων που εμφανίζεται τον Ισολογισμό μιας εταιρείας μπορεί να μην αντικατοπτρίζει την πραγματική τους αξία. Αυτό σημαίνει ότι αν γίνει επανεκτίμηση (revaluation) των παγίων στοιχείων της επιχείρησης, αυτή μπορεί να καταλήξει σε χαμηλότερη αξία, αποτέλεσμα που θα επιφέρει σημαντική μεταβολή του δείκτη P/BV. Από την άλλη πλευρά, έχει παρατηρηθεί ότι η λογιστική αξία επιχειρήσεων που διαθέτουν μεγάλο αριθμό άυλων περιουσιακών στοιχείων, όπως π.χ. πατέντες (patents), σήματα (brand-names) κ.α., τα οποία δεν εμφανίζονται στον ισολογισμό, αποκλίνει σημαντικά από την πραγματική τους αξία.

Τέλος, ο πολλαπλασιαστής P/BV είναι στενά συνδεδεμένος με την απόδοση της καθαρής θέσης (Return on Equity - ROE), η οποία υπολογίζεται διαιρώντας το καθαρό εισόδημα (Net Income) με την λογιστική της αξία, με τον ίδιο τρόπο που συνδέεται ο πολλαπλασιαστής πωλήσεων P/S με το καθαρό περιθώριο (net income / sales). Αυτό σημαίνει ότι, η επιχείρηση που έχει υψηλότερο ROE αναμένεται να

"χει και υψηλότερη τιμή του δείκτη P/BV. Ο λόγος που συμβαίνει αυτό είναι απλός: η αξία μιας επιχείρησης, της οποίας η λογιστική καθαρή θέση αυξάνεται με γρήγορο ρυθμό, είναι υψηλή, αφού η απόλυτη λογιστική αξία αυξάνεται κατά πολύ περισσότερο.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

ΠΡΑΚΤΙΚΟ ΜΕΡΟΣ

ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

6.1 Ιστορική αναδρομή

Το Πλαίσιο γεννήθηκε το 1969 σε ένα μαγαζάκι 10 τ.μ. στην παράπλευρη του Ε. Μ. Πολυτεχνείου (Ε.Μ.Π.) οδό Στουρνάρη 24, με είδη Σχεδίου & Χαρτοπωλείου. Ιδρυτής του είναι ο σημερινός Πρόεδρος του Διοικητικού Συμβουλίου και Διευθύνων Σύμβουλος της εταιρείας κ. Γιώργος Γεράρδος.

Η αδυναμία της αγοράς της εποχής εκείνης να καλύψει τη ζήτηση για εξελιγμένους εξοπλισμούς τεχνικών γραφείων, οδηγούν το δευτεροετή φοιτητή τότε της Σχολής Πολιτικών Μηχανικών του Ε.Μ.Π. Γιώργο Γεράρδο, ένα νέο που διακρίνεται για το «ανήσυχο πνεύμα» του, να πραγματοποιήσει την πρώτη του εισαγωγή με τεχνικά σχεδιαστήρια.

Με την πρωτοβουλία αυτή κάλυψε τις προσωπικές τους ανάγκες, αλλά και μιας ομάδας συμφοιτητών του. Η επιτυχημένη εισαγωγική εμπειρία τον ωθεί να νοικιάσει με 80.000 δρχ. δανεικά τον προαναφερόμενο χώρο, τον οποίο «βαφτίζει» Πλαίσιο. Αυτή θα είναι και η αφετηρία της συνεχούς ανοδικής της πορείας, που έφερε την Πλαίσιο στην κορυφή και την εδραίωσε στην πρωτοπορία.

1976

Οι δραστηριότητες της επιχείρησης αναπτύσσονται σημαντικά με τη δημιουργία έκθεσης ειδών για τον εξοπλισμό των τεχνικών γραφείων, η οποία στεγαζόταν σε κατάστημα επί της οδού Στουρνάρη 19. Σύντομα η συνεχής αύξηση του κύκλου εργασιών, οδηγεί στην επέκταση της έκθεσης σε γειτονικό κατάστημα, στον αριθμό 22 της ίδιας οδού.

Παράλληλα η εταιρεία πραγματοποιεί το ιστορικό της άνοιγμα στα είδη γραφείου, κατακτώντας σχετικά γρήγορα την πρώτη θέση στην αγορά και στη συνείδηση -το σημαντικότερο- του καταναλωτικού κοινού. Η πρωτιά αυτή που διαρκεί έως σήμερα αποτελεί ένα από του βασικούς πυλώνες της κυριαρχίας της Πλαίσιο στην ελληνική αγορά.

1979

Η επωνυμία Πλαίσιο είναι πλέον συνώνυμο της ποιότητας και το σήμα της εταιρείας ταυτίζεται με ότι μοντέρνο και λειτουργικό κυκλοφορεί στην αγορά. Η όλο και πλατύτερη αποδοχή της Πλαίσιο από το καταναλωτικό κοινό έχει σαν αποτέλεσμα

τη συνεχή αύξηση του τζίρου της και τη μετατροπή της ατομικής επιχείρηση σε Ανώνυμη Εταιρεία με την επωνυμία "ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS A.E.". Η νέα επωνυμία ουσιαστικά προαναγγέλλει και μάλιστα σε ανύποπτο χρόνο, την μελλοντική είσοδο της εταιρείας στην Πληροφορική, ένα τομέα που ακόμα βρισκόταν διεθνώς στα σπάργανα. Με την ενέργεια της αυτή η εταιρεία καταδεικνύει επίσης τη διορατικότητα με την οποία ατενίζει αλλά και προετοιμάζεται για το αύριο. Τα πάντα στην εταιρεία φέρουν τη σφραγίδα της καινοτομίας μέχρι την τελευταία λεπτομέρεια: Από τα πρωτόγνωρα προϊόντα μέχρι την θεσμοθέτηση των meetings, που ήταν μάλλον άγνωστα στη εσωτερική οργάνωση και ζωή των τότε ελληνικών εταιριών.

1986

Η χρονιά αυτή υπήρξε σταθμός στο δρόμο των επιτυχιών της Πλαίσιο και αφετηρία της αλματώδους ανάπτυξης που επακολούθησε. Η ΠΛΑΙΣΙΟ A.E. εισέρχεται δυναμικά στο χώρο της Πληροφορικής και δημιουργεί ειδικό Computers shop επί της οδού Στουρνάρη 24. Από το πρώτο διάστημα της λειτουργίας του Computer shop η εταιρεία προχωρεί σε μία από τις αξεπέραστες πρωτοπορίες που την καθιέρωσαν σε πρωταγωνιστική δύναμη στην ελληνική αγορά. Συναρμολογεί στα μέτρα του κάθε πελάτη ξεχωριστά με το σύστημα Built to Order (B.T.O) τους Ηλεκτρονικούς Υπολογιστές με το κατοχυρωμένο brand name "TURBO-X".

1988

Η εταιρεία ΠΛΑΙΣΙΟ A.E. μετεξελίσσεται σε ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΩΝ ΥΠΟΛΟΓΙΣΤΩΝ ΚΑΙ ΕΙΔΩΝ ΒΙΒΛΙΟΧΑΡΤΟΠΩΛΕΙΟΥ. Την ίδια χρονιά η εταιρεία περιλαμβάνει στις δραστηριότητες της και την εμπορία αναλωσίμων για Ηλεκτρονικούς Υπολογιστές, κατακτώντας ένα από τα μεγαλύτερα μερίδια αγοράς.

1992

Με τη δημιουργία ιδιόκτητου καταστήματος στο Ν. Ψυχικό (οδός Ομήρου 5) η εταιρεία προχωρεί στο στήσιμο αλυσίδας λιανικής, σχεδιάζοντας παράλληλα τα επόμενα της βήματα στον τομέα αυτό. Το κατάστημα του Ν. Ψυχικού έρχεται να καλύψει ολοκληρωμένα τις επιχειρηματικές και τις ιδιωτικές ανάγκες, της ευρύτερης περιοχής των βορείων προαστίων. Την ίδια χρονιά το Πλαίσιο, που παρακολουθεί πάντα στενά τις διεθνείς εξελίξεις στον τομέα της Πληροφορικής και διαμορφώνει τις τάσεις της ελληνικής αγοράς, μπαίνει δυναμικά και στο χώρο των Multimedia.

1995

Η ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS αποκτά σύγχρονο ιδιόκτητο κέντρο αποθήκευσης και διανομής 4.000 τ.μ. στη Μεταμόρφωση (12ο χιλ. εθνικής οδού Αθηνών - Λαμίας). Στον ίδιο χώρο λειτουργεί και το 3ο κατάστημα λιανικής πώλησης, αλλά και το κέντρο συναρμολόγησης Η/Υ.

Σήμερα στον ίδιο χώρο έχει δημιουργηθεί ένας από τους 6 υπερχώρους που διαθέτει η εταιρεία, συνολικής επιφάνειας 2.500 τ. μ. Με ευκολία πρόσβασης και άνετους χώρους parking, ο υπερχώρος της Μεταμόρφωσης συνδυάζει μοναδικά τις

αγορές με τη διασκέδαση. Την ίδια χρονιά ιδρύεται στην οδό Ζαΐμη 10 στο κέντρο της Αθήνας, ειδικό κατάστημα με αποστολή την παροχή ολοκληρωμένου service & αναβάθμισης, σε οποιαδήποτε μονάδα Η/Υ.

1996

Η εταιρεία εισήγαγε ένα πρωτοποριακό σύστημα απευθείας πωλήσεων - αποστολών (direct mail) σε πελάτες. Οι πωλήσεις αυτές πραγματοποιούνται μέσω τηλεφώνου, fax και προϊόντικών καταλόγων, οι οποίοι αποστέλλονται σε συγκεκριμένες ομάδες καταναλωτών και επιχειρήσεων (target groups), είτε διανέμονται με τη μορφή ένθετου στις εφημερίδες. Ιδιαίτερα οι κατάλογοι προϊόντων Πλαίσιο, που αποτελούν μία από τις μεγαλύτερες πρωτοπορίες της εταιρείας στην ελληνική αγορά, ανανεώνονται από τότε διαρκώς και εκδίδονται πλέον σε ετήσιο τιράζ που ξεπερνά τα 9.000.000 αντίτυπα.

1997

Δημιουργείται εξειδικευμένο κατάστημα με τις πλουσιότερες συλλογές σε είδη Ζωγραφικής, Σχεδίου, Γραφικών Τεχνών και Μακέτας στη Στουρνάρη 19, ένα χώρο που στήθηκε για να προσφέρει τον πληρέστερο εξοπλισμό στον επαγγελματία, στον ερασιτέχνη, στο φτασμένο καλλιτέχνη αλλά και στον φοιτητή.

1998

Η αλυσίδα των καταστημάτων μας λιανικής επεκτείνεται συνεχώς. Εγκαινιάζεται ένα νέο κατάστημα Πλαίσιο στη Γλυφάδα επί των οδών Λαζαράκη και Λεωφόρου Αθηνών 5, που καλύπτει ολοκληρωμένα τις ανάγκες των πελατών μας στα νοτιοανατολικά προάστια.

Στα τέλη του ίδιου χρόνου, έγινε η έναρξη λειτουργίας καταστήματος Πλαίσιο στη Θεσσαλονίκη, στη γωνία των οδών Π.Π. Γερμανού 11 & Τσιμισκή, που σύντομα θα γίνει σημείο αναφοράς όχι μόνο της συμπρωτεύουσας και του ομώνυμου νομού, αλλά και της ευρύτερης περιοχής της Μακεδονίας.

1999

Η χρονιά αυτή αποτελεί ορόσημο στην επιτυχημένη πορεία της Πλαίσιο, καθώς τον Μάρτιο, μετά από Δημόσια Εγγραφή, οι μετοχές της εισήχθησαν για διαπραγμάτευση στην παράλληλη αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Η εισαγωγή σημείωσε ρεκόρ εγγραφών κι η έκδοση υπέρ-καλύφτηκε κατά 393 φορές. Τον Ιούλιο το 8ο κατά σειρά κατάστημα της εταιρείας άνοιξε τα φτερά του στο Περιστέρι και το Δεκέμβριο το 9ο στη σειρά κατάστημα Πλαίσιο, άνοιξε τις πόρτες του στην Πάτρα.

Με το άνοιγμα καταστήματος στην Αχαϊκή πρωτεύουσα πραγματοποιείται ένα ακόμη αποφασιστικό βήμα, στο πλαίσιο της αναπτυξιακής πολιτικής της εταιρείας, για επέκταση της σε όλη την ελληνική επικράτεια.

Στο τέλος της ίδιας χρονιάς ανοίγει ένα νέο κεφάλαιο στην ιστορία του Πλαισίου με την είσοδο της εταιρείας στις τηλεπικοινωνίες και στο internet, δύο

νευραλγικότατους τομείς που η εξέλιξη της τεχνολογίας οδηγεί στην όλο και μεγαλύτερη σύγκλιση τους. Η εταιρεία δημιουργεί τέλος 3 διαφορετικά ενεργά Ηλεκτρονικά Καταστήματα με 8.000 επισκέπτες την ημέρα. Πρόκειται για τα πρώτα και τα πλέον ολοκληρωμένα Ηλεκτρονικά Καταστήματα, που συνεισφέρουν σημαντικά στις πωλήσεις του Πλαισίου.

Οι διευθύνσεις των πρωτοποριακών για τα δεδομένα της ελληνικής αγοράς Ηλεκτρονικών μας καταστημάτων και τα πλεονεκτημάτων που παρέχουν είναι: www.plaisio.gr (το Ηλεκτρονικό Κατάστημα που προσφέρει στον κάθε πελάτη τη δυνατότητα της πλήρους προϊοντικής ενημέρωσης και σύγκρισης, την επιλογή διακανονισμού πληρωμής κ.α.), www.plaisio2b.gr (που απευθύνεται αποκλειστικά σε επιχειρήσεις) και www.plaisiowar.gr (ένα κατάστημα Πλαίσιο στο κινητό σας). Σήμερα το ανανεωμένο www.plaisio.gr δέχεται κατά μέσο όρο 40.000 επισκέψεις την ημέρα συνδυάζοντας για τους χρήστες την εμπειρία της μοναδικής ξενάγησης με τις μοναδικές υπηρεσίες εξυπηρέτησης

2000

Τον Φεβρουάριο ανοίγει το 10ο κατάστημα Πλαίσιο στο Ηράκλειο της Κρήτης. Ο 450 τ. μ. χώρος του έχει σχεδιαστεί για να καλύψει τις ανάγκες της αγοράς της μεγαλονήσου. Τον Μάιο το 11ο κομβικό κατάστημα Πλαίσιο συνολικού εμβαδού 450 τ. μ. άνοιξε πλησίον της πλατείας Συντάγματος (οδός Βουλής 3), εντός του εμπορικού τριγώνου των Αθηνών.

Την ίδια χρονιά αλλάζει και η επωνυμία της εταιρείας. Από ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS Α.Ε.Ε. γίνεται ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS Α.Ε.Β.Ε.

2001

Εγκαινιάζεται το 12ο κομβικό κατάστημα ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS Α.Ε.Β.Ε., το οποίο βρίσκεται στη λεωφόρο Μεσογείων 512-514 στο Σταυρό Αγίας Παρασκευής. Στόχος του είναι η κάλυψη των αναγκών των περιοχών Ανατολικής Αττικής, και της αναπτυσσόμενης περιοχής του κόμβου Σταυρού - Ελευσίνας.

Στο εμπορικό κέντρο Καλλιθέας και συγκεκριμένα στην οδό Δαβάκη 31 ανοίγει τις πόρτες του το 13ο κομβικό κατάστημα Πλαίσιο. Η εταιρεία καλύπτει έτσι πλήρως τις ανάγκες των περιοχών που διασχίζονται ή έχουν εύκολη πρόσβαση στις λεωφόρους Συγγρού και Θησέως (Καλλιθέα, Μοσχάτο, Νέο Φάληρο, Ρέντης, Ταύρος, Πετράλωνα, Κουκάκι, Νέα Σμύρνη

Τον Σεπτέμβριο άνοιξε της πύλες του στην Καλαμαριά της Θεσσαλονίκης, (οδός Εθνικής Αντιστάσεως 131) το "Gate Through", το οποίο αποτελεί τον πρώτο κομβικό πολυχώρο τεχνολογίας, γνώσης και ψυχαγωγίας στην χώρα μας. Με την δημιουργία τους εντελώς πρωτοποριακού αυτού χώρου, η εταιρεία υλοποίησε την ιδέα της συνύπαρξης διαφορετικών επιχειρήσεων και διαφορετικών ομάδων ειδών.

Σ' αυτό το χώρο συνολικής επιφάνειας 2.500 τ. μ. συνυπάρχει το Πλαίσιο με το βιβλιοπωλείο Ελευθερουδάκης, δημιουργώντας ένα κομβικό χώρο πρότυπο όχι μόνο για τα ελληνικά αλλά και για τα διεθνή δεδομένα.

2002

Επεκτείνονται - τον Ιανουάριο - στα 1000 τ. μ., οι λειτουργικοί και εκθεσιακοί χώροι, του ιστορικού καταστήματος πληροφορικής «Πλαίσιο», στην οδό Στουρνάρη 24. Ο ανακαινισμένος πολυχώρος καλύπτει ακόμα πιο ολοκληρωμένα τις ανάγκες της πρωτεύουσας, αλλά και των ανθρώπων που «κατεβαίνουν» στο κέντρο για τις αγορές τους. Η επέκταση αυτή είναι αποτέλεσμα της για 33 χρόνια συνεχούς ανάπτυξης της εταιρείας, που γεννήθηκε στον ίδιο χώρο, όταν αυτός εκτεινόταν σε μόλις 12 τ. μ. Με την κίνηση αυτή ενισχύθηκε ακόμη περισσότερο ο πρωταγωνιστικός ρόλος του Πλαισίου στην αγορά της Πληροφορικής, δεδομένου ότι τα καταστήματα Πλαίσιο της οδού Στουρνάρη διαμορφώνουν σε μεγάλο βαθμό τις τάσεις της αγοράς.

Τον Φεβρουάριο δημιουργήθηκε από την εταιρεία, το νέο της κέντρο Τεχνικής Υποστήριξης στη Γλυφάδα (οδός Γ. Παπανδρέου 6), συνολικής επιφάνειας 100 τ.μ. Οι αυξημένες ανάγκες της ευρύτερης περιοχής των νοτίων προαστίων σε ολοκληρωμένες υπηρεσίες service & αναβάθμισης, καλύπτονται έτσι με τον αποτελεσματικότερο και πληρέστερο τρόπο.

Τον Ιούλιο δημιουργήθηκε στη Μεταμόρφωση (οδός Φαβιέρου 5) ένας υπερχώρος συνολικού εμβαδού 2.500 τ. μ. Στον υπερχώρο αυτό συνολικής επένδυσης 1.691.586 ευρώ, οι καταναλωτές μπορούν να απολαύσουν πέρα από τα γνωστά προϊόντα και τα ακόλουθα:

- Ειδικό χώρο παρουσίασης και επίδειξης προϊόντων εικόνας και ήχου, που διευκολύνουν τον πελάτη να δημιουργήσει το δικό του «ψηφιακό σπίτι»
- Ειδικό χώρο με προϊόντα σε ειδικές προσφορές (stock house)
- Ειδικό τεχνικό τμήμα που μπορεί να επισκευάσει ή να αναβαθμίσει τον Η/Υ σας μέσα σε 4 ώρες.

2003

Τον Φεβρουάριο ξεκίνησε την λειτουργία του ένας νέος υπερχώρος, συνολικής επιφάνειας 1000 τ. μ., στον Πειραιά (οδός Εθνικής Αντιστάσεως 21). Στους 5 ορόφους του θαυμάσια αναπαλαιωμένου νεοκλασικού που στεγάζεται, παρουσιάζονται συνολικά 18.000 προϊόντα Πληροφορικής, Τηλεπικοινωνιών και Ειδών Γραφείου. Με τη δημιουργία του νέου αυτού υπερχώρου η εταιρεία καλύπτει πλήρως τις ανάγκες των καταναλωτών όχι μόνο του κέντρου του Πειραιά και των προαστίων του, αλλά και των νησιών του Αργοσαρωνικού και του Αιγαίου. Μέσα στο 2003 η Πλαίσιο επιχειρεί με απόλυτη επιτυχία μια ακόμη πρωτοπορία. Δημιουργεί τους πρώτους συναρμολογημένους φορητούς Η/Υ Turbo-X στα μέτρα του πελάτη.

2004

Ένα νέο superstore Πλαίσιο -συνολικής επιφάνειας 1300 τ. μ.- άνοιξε και λειτουργεί σε ένα εξαιρετικό σημείο προβολής, στη λεωφόρο Βουλιαγμένης 595 - στη συμβολή με τους οδικούς άξονες Αλίμου & Αργυρουπόλεως - εξυπηρετώντας τις περιοχές: Δάφνη, Ηλιούπολη, Αργυρούπολη, Άλιμο, Καλαμάκι και Παλαιό Φάληρο.

Το νέο αυτό κατάστημα είναι το 17ο στην πανίσχυρη αλυσίδα λιανικής που έχει δημιουργήσει η εταιρεία, σε διάφορα στρατηγικά σημεία της Αθήνας αλλά και της χώρας.

2005

Τον Ιούνιο του 2005 ιδρύεται το πρώτο κατάστημα του Πλαισίου στη Βουλγαρία σηματοδοτώντας μία νέα εποχή πολυεθνικής δράσης για την εταιρεία. Η ανάπτυξη όμως δεν σταματάει εκεί. Το Σάββατο 8/10/2005 η Πλαίσιο Computers Α.Ε.Β.Ε. γιορτάζει την έναρξη λειτουργίας του 18ου καταστήματός της στην Κηφισιά. Ο νέος υπερχώρος διαθέτει 3 επίπεδα στα οποία φιλοξενεί 18.000 προϊόντα Πληροφορικής, Τηλεφωνίας και Ειδών Γραφείου.

2006

Ένας νέος υπερχώρος εμπειρίας και διασκέδασης 2.200 τ.μ. αρχίζει τη λειτουργία του στο "The Mall". Την ίδια χρονιά, υπεγράφη η σύμβαση ανάθεσης της Α' φάσης κατασκευής του νέου κέντρου συναρμολόγησης, logistics και διανομής της ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS Α.Ε.Β.Ε. προϋπολογισμού 4 εκατομ. €. Ο νέος αυτός χώρος συνολικής επιφάνειας 22.500 τ.μ., θα κατασκευαστεί σε ιδιόκτητη έκταση 29.800 τ.μ. της εταιρείας στη Μαγούλα Αττικής.

Ο όμιλος Πλαίσιο με παρουσία σε Ελλάδα & Βαλκάνια

Μέτοχοι	Αριθμός μετοχών	Ποσοστό Συμμετοχής
Γεώργιος Γεράρδος	14.955.140	67,73%
Κωνσταντίνος Γεράρδος	2.209.542	10,01%
Θεσμικοί Επενδυτές	2.474.930	11,21%
Λοιποί Μέτοχοι	2.440.388	11,05%
Σύνολο	22.080.000	100,00%

Διοικητικό συμβούλιο

Γεράρδος Γεώργιος

Πρόεδρος και Διευθύνων Σύμβουλος Γεννήθηκε το 1946 στο Παλαιό Φάληρο. Είναι πτυχιούχος Πολιτικός Μηχανικός του Εθνικού Μετσόβιου Πολυτεχνείου. Ο κ. Γεράρδος είναι ο ιδρυτής της Εταιρείας

Γεράρδος Κωνσταντίνος

Αντιπρόεδρος – εκτελεστικό μέλος Γεννήθηκε το 1977 στην Αθήνα και είναι απόφοιτος του Κολεγίου Αθηνών. Έχει Bachelor σε International Business από το Eckerd College των Η.Π.Α. Εργάζεται στην Εταιρεία από το 1995

Λιάσκας Γεώργιος

Εκτελεστικό μέλος Γεννήθηκε το 1949 στην Άρτα. Είναι πτυχιούχος Εργοδηγός Δομικών Έργων και εργαζόταν στην Εταιρεία ως Διευθυντής Ανάπτυξης Καταστημάτων από το 1989 έως το 2007, οπότε και συνταξιοδοτήθηκε.

Αντιόπη-Άννα Αναστασοπούλου Μαύρου

Μη εκτελεστικό μέλος Γεννήθηκε στην Αθήνα το 1946 και είναι απόφοιτος της Νομικής Σχολής του Πανεπιστημίου Αθηνών το έτος 1969, με μεταπτυχιακές σπουδές (D.E.S) στη Νομική Σχολή του Πανεπιστημίου Παρισίων (Σορβόνης II) το έτος 1972. Είναι μέλος του Δικηγορικού Συλλόγου Αθηνών

Τσίρος Κων. Νικόλαος

Ανεξάρτητο – μη εκτελεστικό μέλος Γεννήθηκε το 1946 στην Αθήνα. Είναι κάτοχος BA και MSc στη Διοίκηση Επιχειρήσεων από πανεπιστήμια των Η.Π.Α. Από το 1989 υπήρξε μέλος του Διοικητικού Συμβουλίου της Alpha ΑΕΔΑΚ και συμμετείχε στην επενδυτική επιτροπή των Αμοιβαίων Κεφαλαίων της Alpha

Κλη Ηλίας

Ανεξάρτητο – μη εκτελεστικό μέλος Γεννήθηκε στις 23 Νοεμβρίου 1946 στην Αθήνα. Το 1965 αποφοίτησε από το Κολλέγιο Αθηνών και συνέχισε σπουδές στο Πανεπιστήμιο Αθηνών αποκτώντας Πτυχίο Νομικής. Έπειτα από μια λαμπρή σταδιοδρομία στις διπλωματικές υπηρεσίες του Υπουργείου Εξωτερικών, απεχώρησε της Διπλωματικής Υπηρεσίας τον Οκτώβριο του 2008 ως έχων συμπληρώσει τριακοπενταετή δημόσια σταδιοδρομία, διατηρώντας επί τιμή τον βαθμό του Πρέσβευς. Είναι Α΄ Αντιπρόεδρος του Διοικητικού Συμβουλίου του Ιδρύματος Μείζονος Ελληνισμού

6.2 Θυγατρικές εταιρίες

PLAISIO COMPUTERS JSC

Η εταιρεία PLAISIO COMPUTERS JSC δραστηριοποιείται στην εμπορία ηλεκτρονικών υπολογιστών, ειδών γραφείου και εξοπλισμού τηλεπικοινωνιών. Η έδρα της βρίσκεται στη Σόφια Βουλγαρίας, στην οδό Angel Kantcef 5. Ιδρύθηκε το 2004 και ξεκίνησε τη δραστηριότητά της τον Ιούνιο του 2005. Το μετοχικό της κεφάλαιο ανέρχεται σε ένα εκατομμύριο πενήντα επτά χιλιάδες και σαράντα έξι € (1.057.046,00 €) και κατέχεται σε ποσοστό 100% από την ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS Α.Ε.Β.Ε. Τον Ιανουάριο 2009, η PLAISIO COMPUTERS JSC προχώρησε στην αύξηση του κεφαλαίου της κατά το ποσό των 4.234.371,95 Λέβα (2.165.000,00 Ευρώ περίπου με βάση την τρέχουσα ισοτιμία) με καταβολή μετρητών και με την έκδοση νέων μετοχών. Η ως άνω αύξηση, καλύφθηκε εξ ολοκλήρου από την μητρική εταιρεία ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS ΑΕΒΕ

ΠΛΑΙΣΙΟ ΑΚΙΝΗΤΩΝ Α.Ε.

Η εταιρεία ΠΛΑΙΣΙΟ Α.Ε. ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ & ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ έχει την έδρα της στον δήμο Κηφισιάς, στην οδό Βασ. Όθωνος 88, και είναι καταχωρημένη στο Μητρώο Ανωνύμων Εταιρειών της Νομαρχίας Ανατολικής Αττικής με αριθμό 45649/01ΑΤ/Β/00/137. Σύμφωνα με το καταστατικό της σκοπός αυτής είναι η αγορά, κτήση, εμπορία, ανέγερση, διαμόρφωση, πώληση, εκμετάλλευση,

διαχείριση και ανάπτυξη οιασδήποτε μορφής και είδους ακινήτων. Το μετοχικό της κεφάλαιο ανέρχεται σε πέντε εκατομμύρια τετρακόσιες τριάντα πέντε χιλιάδες εξακόσια είκοσι € (5.435.620,00 €) και διαιρείται σε εκατόν ογδόντα πέντε χιλιάδες διακόσιες (185.200) κοινές ονομαστικές μετοχές. Η ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS Α.Ε.Β.Ε. κατέχει ποσοστό 20% του μετοχικού κεφαλαίου της ΠΛΑΙΣΙΟ ΑΚΙΝΗΤΩΝ Α.Ε.

PLAISIO ESTATE JSC

Η εταιρεία PLAISIO ESTATE JSC δραστηριοποιείται στην αγορά, κτήση, εμπορία, ανέγερση, διαμόρφωση, πώληση, εκμετάλλευση, διαχείριση και ανάπτυξη οποιασδήποτε μορφής ακινήτων. Η έδρα της βρίσκεται στη Σόφια Βουλγαρίας, στην οδό Angel Kantcef 5. Το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας ανέρχεται σε ένα εκατομμύριο πενήντα οκτώ χιλιάδες € (1.058.000,00 €) και κατέχεται σε ποσοστό 20% από της ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS Α.Ε.Β.Ε.

ΕΛΝΟΥΣ Α.Ε.

Η Τακτική Γενική Συνέλευση των μετόχων της εταιρείας με την επωνυμία "ΕΛΝΟΥΣ Ανώνυμη Εταιρεία Μελετών & Ερευνών", στην οποία η Εταιρεία συμμετείχε με ποσοστό 24%, αποφάσισε κατά τη συνεδρίαση της, της 25ης Ιουνίου 2008 τη λύση της εταιρείας και τη θέση της σε εκκαθάριση. Στις 15/03/2010 ολοκληρώθηκε η διανομή του προϊόντος εκκαθάρισης της προαναφερθείσας Εταιρείας, εν συνεχεία της διαγραφής της από το Μητρώο Ανωνύμων Εταιρειών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΩΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

7.1 Εισαγωγή

Στο συγκεκριμένο κεφάλαιο θα γίνει η αποτίμηση της εταιρείας Πλαίσιο χρησιμοποιώντας δυο μεθόδους αποτίμησης υπολειμματικών ταμειακών ροών που βασίζονται στη σταθερή ανάπτυξη. Αρχικά θα χρησιμοποιηθεί το υπόδειγμα FCFE σταθερής ανάπτυξης και στη συνέχεια θα χρησιμοποιηθεί το υπόδειγμα FCFF σταθερής ανάπτυξης. Γίνεται χρήση των μοντέλων σταθερής ανάπτυξης για το λόγο ότι το Πλαίσιο είναι μεγάλη εταιρεία, καταξιωμένη στο κλάδο της και είναι πολύ πιθανότερο να συνεχίσει να αναπτύσσεται με ένα σταθερά ρυθμό παρά με ένα αλματώδη ρυθμό. Αυτό διαφαίνεται και από την κατάσταση της εθνικής οικονομίας, στην οποία έχει γίνει πρόβλεψη ανάπτυξης μόλις με 0,01% για το έτος 2014.

7.2 Υπόδειγμα FCFE σταθερής ανάπτυξης

Αρχικά θα χρησιμοποιηθεί η παρακάτω συνάρτηση αποτίμησης και σταδιακά θα γίνει υπολογισμός όλων των δεδομένων που χρειάζονται για να γίνει η αποτίμηση.

(Συνάρτηση Αποτίμησης 1)

$$\begin{aligned} & \text{Υπολειμματική ταμιακή ροή προς τους μετόχους} = \\ & = \text{Καθαρά κέρδη} - (\text{Κεφαλαιουχικές δαπάνες} - \text{Αποσβέσεις}) - \\ & \quad - (\text{Μεταβολές μη ταμιακού κεφαλαίου κίνησης}) + \\ & \quad + (\text{Νέα δάνεια} - \text{Πληρωμές δανείων}) \end{aligned}$$

Στη παραπάνω συνάρτηση θα πρέπει να γίνει υπολογισμός των Κεφαλαιουχικών Δαπανών και των μεταβολών του κεφαλαίου κίνησης. Τα υπόλοιπα στοιχεία τα παίρνουμε αυτούσια από τις οικονομικές καταστάσεις των τελευταίων πέντε ετών, οι οποίες είναι σε παράρτημα στο τέλος της εργασίας. Οι κεφαλαιουχικές δαπάνες υπολογίζονται σύμφωνα με τον παρακάτω τύπο.

$$\text{Κεφαλαιουχικές δαπάνες (v)} = (\text{Πάγιο Ενεργητικό (v)} - \text{Πάγιο Ενεργητικό (v-1)})$$

Δηλαδή Κεφαλαιουχικές δαπάνες 2008 = (Πάγιο Ενεργητικό (2008) - Πάγιο Ενεργητικό (2007)).

Στη συνέχεια γίνεται υπολογισμός της μεταβολής του κεφαλαίου κίνησης. Το καθαρό κεφάλαιο κίνησης ισούται με τη διαφορά του κυκλοφορούν ενεργητικού από τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Η μεταβολή του υπολογίζεται αντίστοιχα όπως η μεταβολή των κεφαλαιουχικών δαπανών.

$$\text{Μεταβολές ΚΚΚ}(v) = (\text{ΚΚΚ}(v) - \text{ΚΚΚ}(v-1))$$

Στον παρακάτω πίνακα αποτυπώνονται όλοι οι παραπάνω υπολογισμοί.

Πίνακας 1 (Υπολογισμός Μεταβολών)

Ποσά σε χιλιάδες ευρώ	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Πάγιο Ενεργητικό	30.222	46.091	45.041	42.659	42.038	39.517
Κεφαλαιουχικές δαπάνες (v) = (Ενεργητικό (v) - Ενεργητικό (v-1))		15.869	-1.050	-2.382	-621	-2.521
Κυκλοφορούν Ενεργητικό	117.724	110.999	116.989	97.023	90.350	93.929
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	94.505	82.449	85.758	62.385	56.369	49.074
Καθαρό κεφάλαιο κίνησης = (Κυκλ. Εν. - Βραχ. Υπ.)	23.219	28.550	31.231	34.638	33.981	44.855
Μεταβολές ΚΚΚ(v) = (ΚΚΚ(v) - ΚΚΚ(v-1))		5.331	2.681	3.407	-657	10.874

Στο επόμενο βήμα θα γίνει υπολογισμός των υπολειμματικών ταμιακών ροών προς του μετόχους σύμφωνα με τη συνάρτηση 1. Οι υπολογισμοί φαίνονται στο παρακάτω πίνακα.

Πίνακας 2 (Υπολογισμός Υπολειμματικής ταμιακής ροής)

Ποσά σε χιλιάδες ευρώ	2008	2009	2010	2011	2012	
Καθαρά κέρδη	4.257	4.731	2.585	6.423	10.254	
Κεφαλαιουχικές δαπάνες	15.869	-1.050	-2.382	-621	-2.521	
Αποσβέσεις	3.683	5.374	4.454	4.112	3.926	
Μεταβολές κεφαλαίου κίνησης	5.331	2.681	3.407	-657	10.874	
Νέα δάνεια	26.346	12.000	14.294	0	8.000	
Πληρωμές δανείων	9.509	14.872	17.947	1.349	12.493	Μέσος Όρος
Υπολειμματική ταμιακή ροή προς τους μετόχους (FCFEt)	3.577,00	5.602,00	2.361,00	10.464,00	1.334,00	4.667,60

Στη συνέχεια θα γίνει υπολογισμός του κόστους των ιδίων κεφαλαίων χρησιμοποιώντας τον παρακάτω τύπο.

$$K_e = R_f + b * (R_m - R_f)$$

Όπου R_f (επιτόκιο μηδενικού ρίσκου) θα χρησιμοποιήσουμε τον μέσο όρο της απόδοσης των ετήσιων έντοκων γραμμάτων του Ελληνικού Δημοσίου των τελευταίων πέντε ετών. Τα στοιχεία έχουν συλλεχθεί από την κεντρική τράπεζα της Ελλάδος. Σαν b θα χρησιμοποιήσουμε τον συντελεστή b (συντελεστής μεταβλητότητας) που χρησιμοποιεί η ναυτεμπορική τον Μάιο του 2013. Η διαφορά επιτοκίου με ρίσκο μείον το επιτόκιο μηδενικού ρίσκου έχει οριστεί 10%, σαν εύλογη απαίτηση των επενδυτών που επενδύουν τα χρήματά τους.

Πίνακας 3 (Υπολογισμός Κόστος Κεφαλαίου)

Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων	2012
R_f	0,0381
$R_m - R_f$	0,1000
b (συντελεστής βήτα)	0,2200
$K_e = R_f + b * (R_m - R_f)$	0,0601

Εδώ πρέπει να σημειωθεί για την καλύτερη αποτίμηση της εταιρείας θα αποτυπωθούν παραδοχές παρακάτω με διαφορετικό συντελεστή b και με διαφορετικό επιτόκιο χωρίς κίνδυνο. Θα ακολουθηθεί ένα ακραίο σενάριο για να εξαχθούν πιο ειδικά συμπεράσματα.

Πίνακας 4 (Υπολογισμός Κόστος Κεφαλαίου)

Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων	2012
R_f	0,1190
$R_m - R_f$	0,1000
b (συντελεστής βήτα)	0,4300
$K_e = R_f + b * (R_m - R_f)$	0,1620

Αν συγκρίνουμε τους παραπάνω πίνακες θα παρατηρηθεί ότι προκύπτει πολύ διαφορετικό κόστος κεφαλαίου. Πρέπει να γίνει όμως η παραπάνω παραδοχή ώστε η ανάλυση να είναι τεκμηριωμένη.

Στη συνέχεια θα γίνει υπολογισμός της απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων χρησιμοποιώντας τον παρακάτω τύπο.

Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων = Καθαρά κέρδη προς Ίδια κεφάλαια.

Πίνακας 5 (Υπολογισμός Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων)

Ποσά σε χιλιάδες ευρώ	2008	2009	2010	2011	2012	
Καθαρά κέρδη	4.257	4.731	2.585	6.423	10.254	
Ίδια Κεφάλαια	49.378	51.386	51.383	56.859	65.414	Μέσος Όρος
Απόδοση Ιδίων κεφαλαίων (Καθ. Κερδη/Ίδια κεφ.)	0,09	0,09	0,05	0,11	0,16	0,10

Σε επόμενο βήμα θα γίνει ο υπολογισμός του ρυθμού επανεπένδυσης των ιδίων κεφαλαίων χρησιμοποιώντας τον παρακάτω τύπο.

(Συνάρτηση Αποτίμησης 7)

$$\begin{aligned} & \text{Δείκτης επανεπένδυσης ιδίων κεφαλαίων} = \\ & = (\text{Καθαρές κεφαλαιουχικές δαπάνες} + \text{Μεταβολές κεφαλαίου κίνησης} - \text{Καθαρές} \\ & \quad \text{εκδόσεις δανείων}) / \text{Καθαρά κέρδη} \end{aligned}$$

Πίνακας 6 (Υπολογισμός Ρυθμού Επανεπένδυσης)

Ποσά σε χιλιάδες ευρώ	2008	2009	2010	2011	2012	
Καθαρά κέρδη	4.257	4.731	2.585	6.423	10.254	
Κεφαλαιουχικές δαπάνες	15.869	-1.050	-2.382	-621	-2.521	
Αποσβέσεις	3.683	5.374	4.454	4.112	3.926	
Μεταβολές κεφαλαίου κίνησης	5.331	2.681	3.407	-657	10.874	
Νέα δάνεια	26.346	12.000	14.294	0	8.000	
Πληρωμές δανείων	9.509	14.872	17.947	1.349	12.493	Μέσος Όρος
Ρυθμός Επανεπένδυσης Ιδίων κεφαλαίων	0,16	-0,18	0,09	-0,63	0,87	0,06

Οι παραπάνω υπολογισμοί έγιναν για να γίνει η πρόβλεψη του ρυθμού ανάπτυξης που προκύπτει από το γινόμενο του ρυθμού επανεπένδυσης επί την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων.

Πίνακας 7 (Υπολογισμός Ρυθμού Ανάπτυξης)

Ρυθμός Ανάπτυξης g	Μέσος Όρος
Απόδοση Ιδίων κεφαλαίων (Καθ. Κερδη/Ιδια κεφ.)	0,10
Ρυθμός Επανεπένδυσης Ιδίων κεφαλαίων	0,06
Υπολογισμός Ρυθμού Ανάπτυξης g	0,0060

Στον υπολογισμό του ρυθμού ανάπτυξης έχουν χρησιμοποιηθεί οι μέσοι όροι της απόδοσης και του ρυθμού επανεπένδυσης των ιδίων κεφαλαίων.

Έχοντας υπολογίσει όλα τα παραπάνω υπάρχει η δυνατότητα να γίνει ο υπολογισμός της κεφαλαιοποίησης της εταιρείας βασιζόμενοι στα θεμελιώδη στοιχεία της εταιρείας που προκύπτουν από τις οικονομικές της καταστάσεις χρησιμοποιώντας τον παρακάτω τύπο.

(Συνάρτηση Αποτίμησης 10)

$$V_0 = \frac{FCFE_1}{K_s - g_n}$$

Στη εφαρμογή της παραπάνω συνάρτησης γίνεται η παραδοχή ότι στον αριθμητή θα χρησιμοποιήσουμε τον μέσο όρο των υπολειμματικών ταμειακών και όχι μόνο της χρονιάς 2012 για την εξαγωγή καλύτερων συμπερασμάτων.

Πίνακας 8 (Υπολογισμός Κεφαλαιοποίησης)

$f_{cfe12} = (f_{cfe12}) \cdot (1 + g_n)$	4.695,7941
Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων	0,0601
Ρυθμός Ανάπτυξης g	0,0060
$(K_e - g)$	0,0541
Κεφαλαιοποίηση	86.863,26
Κεφαλαιοποίηση 31/12/12	80.590,0000
Τρέχουσα	111.500,00

Η κεφαλαιοποίηση όπως προκύπτει στον πίνακα 8 φαίνεται να είναι κοντά στη τρέχουσα κεφαλαιοποίηση την 31/12/2012 αλλά επίσης παρατηρείται ότι η μετοχή είναι υπερτιμημένη σήμερα (κεφαλαιοποίηση Χρηματιστηρίου Αθηνών στοιχεία από ναυτεμπορική 17/06/2013).

Αν ακολουθηθεί το ακραίο σενάριο με το μεγαλύτερο κόστος κεφαλαίου και διαφορετικό συντελεστή b του Πίνακα 4 θα έχουμε τα παρακάτω αποτελέσματα.

Πίνακας 9 (Υπολογισμός Κεφαλαιοποίησης)

$fcfe_{12} = (fcfe_{12})^*(1+g_n)$	4.695,7941
Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων	0,1620
Ρυθμός Ανάπτυξης g	0,0060
$(K_e - g)$	0,1560
Κεφαλαιοποίηση	30.109,04
Κεφαλαιοποίηση 31/12/12	80.590,0000
Τρέχουσα	111.500,00

Εδώ παρατηρείτε ακόμα μεγαλύτερη υπερτίμηση της μετοχής. Ο κύριος λόγος που προκύπτουν αυτά τα αποτελέσματα είναι γιατί έχει προβλεφτεί πολύ μικρός ρυθμός ανάπτυξης. Για αυτό τον λόγο θα γίνει μια ανάλυση ευαισθησίας αλλάζοντας τα κρίσιμα στοιχεία της αποτίμησης το ρυθμό ανάπτυξης και το κόστος κεφαλαίου.

7.2.1 Ανάλυση Ευαισθησίας

Πίνακας 10 (Συσχέτιση Ρυθμού Ανάπτυξης, Κόστος Κεφαλαίων, Αξίας Επιχείρησης)

Ρυθμός Ανάπτυξης	Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων	Αξία επιχείρησης
0,0100	0,1600	31.305,2941
0,0150	0,1550	33.541,3866
0,0200	0,1500	36.121,4932
0,0250	0,1450	39.131,6177
0,0300	0,1400	42.689,0374
0,0350	0,1350	46.957,9412
0,0400	0,1300	52.175,4902
0,0450	0,1250	58.697,4265
0,0500	0,1200	67.082,7731
0,0550	0,1150	78.263,2353
0,0600	0,1100	93.915,8824
0,0650	0,1050	117.394,8530
0,0700	0,1000	156.526,4706

Από τον πίνακα 10 παρατηρούμε ότι για ρυθμό ανάπτυξης από 0,05 έως 0,065 και χρησιμοποιώντας σαν κόστος κεφαλαίου από 0,105 έως 0,12 που φαίνεται να είναι λογικό συμπέρασμα όσο μεγαλώνει η ανάπτυξη πέφτουν τα επιτόκια, οι κεφαλαιοποιήσεις που προκύπτουν είναι κοντά στην κεφαλαιοποίηση του χρηματιστήριου. Συμπεραίνεται λοιπόν πως οι επενδυτές πιστεύουν πως η εταιρεία θα έχει ανάπτυξη και αυτό αποτυπώνεται και στο χρηματιστηριακό δείκτη.

7.3 Υπόδειγμα FCFF σταθερής ανάπτυξης

Αρχικά θα χρησιμοποιηθεί η παρακάτω συνάρτηση αποτίμησης και σταδιακά θα γίνει υπολογισμός όλων των δεδομένων που χρειάζονται για να γίνει η αποτίμηση.

$$\begin{aligned} & \text{Υπολειμματική ταμιακή ροή προς την επιχείρηση} = \\ & = \text{Κέρδη προ τόκων και φόρων} \cdot (1 - \text{Συντελεστής φορολογίας}) + \\ & + \text{Αποσβέσεις} - \text{Κεφαλαιουχικές δαπάνες} - \text{Μεταβολές κεφαλαίου κίνησης} \end{aligned}$$

Τα στοιχεία που χρειάζονται για την παραπάνω συνάρτηση τα έχουμε υπολογίσει στην FCFE, εκτός από τα κέρδη προ τόκων και φόρων που τα παίρνουμε από τις οικονομικές καταστάσεις. Οι υπολογισμοί γίνονται σύμφωνα με τον παρακάτω πίνακα.

Πίνακας 11 (Υπολογισμός Υπολειμματικής ταμιακής ροής)

Ποσά σε χιλιάδες ευρώ	2008	2009	2010	2011	2012	
Κέρδη προ τόκων και φόρων	9.373	9.392	6.485	9.372	13.450	
Συντελεστής φορολογίας (1-συντ. φορ.)	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	
Αποσβέσεις	3.683	5.374	4.454	4.112	3.926	
Κεφαλαιουχικές δαπάνες	15.869,00	-1.050,00	-2.382,00	-621,00	-2.521,00	
Μεταβολές κεφαλαίου κίνησης	5.331	2.681	3.407	-657	10.874	Μέσος Όρος
Υπολειμματική ταμιακή ροή προς την επιχείρηση (FCFFt)	-10.487,25	10.787,00	8.292,75	12.419,00	5.660,50	5.334,40

Στο επόμενο βήμα γίνεται ο υπολογισμός των καθαρών κεφαλαιουχικών δαπανών. Αυτές προκύπτουν από την αφαίρεση των αποσβέσεων από τις κεφαλαιουχικές δαπάνες.

Πίνακας 12 (Υπολογισμών καθαρών κεφαλαιουχικών Δαπανών)

Ποσά σε χιλιάδες ευρώ	2008	2009	2010	2011	2012	
Αποσβέσεις	3.683	5.374	4.454	4.112	3.926	
Κεφαλαιουχικές δαπάνες	15.869,00	-1.050,00	-2.382,00	-621,00	-2.521,00	Μέσος Όρος
Καθαρές κεφαλαιουχικές δαπάνες =(Κεφ. Δαπ -Αποσβ.)	12.186,00	-6.424,00	-6.836,00	-4.733,00	-6.447,00	-2.450,80

Στη συνέχεια υπολογίζεται ο δείκτης επανεπένδυσης συνολικών κεφαλαίων που προκύπτει από το παρακάτω τύπο.

(Συνάρτηση Αποτίμησης 32)

$$\text{Δείκτης επανεπένδυσης συνολικών κεφαλαίων} = \frac{\text{Καθαρές Κεφαλαιουχικές δαπάνες} + \text{Μεταβολές κεφαλαίου κίνησης} / \text{Κέρδη προ τόκων και φόρων} \cdot (1 - \text{Συντελεστής φορολογίας})$$

Πίνακας 13 (Υπολογισμός δείκτη επανεπένδυσης συνολικών κεφαλαίων)

Ποσά σε χιλιάδες ευρώ	2008	2009	2010	2011	2012	
Κέρδη προ τόκων και φόρων	9.373	9.392	6.485	9.372	13.450	
Συντελεστής φορολογίας (1-συντ. φορ.)	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	
Αποσβέσεις	3.683	5.374	4.454	4.112	3.926	
Καθαρές κεφαλαιουχικές δαπάνες =(Κεφ. Δαπ -Αποσβ.)	12.186,00	-6.424,00	-6.836,00	-4.733,00	-6.447,00	
Μεταβολές κεφαλαίου κίνησης	5.331	2.681	3.407	-657	10.874	Μέσος Όρος
Δείκτης επανεπένδυσης συνολικών κεφαλαίων	2,49	-0,53	-0,71	-0,77	0,44	0,19

Σε επόμενο βήμα υπολογίζεται η απόδοση των συνολικών κεφαλαίων με τον παρακάτω τύπο ώστε να υπολογιστεί ο προβλεπόμενος ρυθμός ανάπτυξης που προκύπτει από το γινόμενο του ρυθμού επανεπένδυσης επί την απόδοση των συνολικών κεφαλαίων.

(Συνάρτηση Αποτίμησης 33)

$$\text{Απόδοση συνολικών κεφαλαίων} = \frac{\text{Κέρδη προ τόκων και φόρων} \cdot (1 - \text{Συντελεστής φορολογίας}) / \text{Λογιστική Αξία δανείων} + \text{Λογιστική Αξία Ιδίων Κεφαλαίων}}$$

Πίνακας 14 (Υπολογισμός απόδοσης συνολικών κεφαλαίων)

Ποσά σε χιλιάδες ευρώ	2008	2009	2010	2011	2012	
Κέρδη προ τόκων και φόρων	9.373	9.392	6.485	9.372	13.450	
Συντελεστής φορολογίας	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	11.783,00	23.141,00	21.898,00	14.056,00	14.263,00	
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	17.989,00	3.760,00	1.349,00	7.843,00	3.143,00	
Λογιστική αξία δανείων	29.772	26.901	23.247	21.899	17.406	
Λογιστική αξία ιδίων κεφαλαίων	49.378	51.386	51.383	56.859	65.414	Μέσος Όρος
Απόδοση συνολικών κεφαλαίων	0,09	0,09	0,07	0,09	0,12	0,09

Υπολογισμός Ρυθμού Ανάπτυξης

Πίνακας 15 (Υπολογισμός Ρυθμού ανάπτυξης)

Δείκτης επανεπένδυσης συνολικών κεφαλαίων	0,19
Απόδοση συνολικών κεφαλαίων	0,09
Ρυθμός ανάπτυξης	0,0171

Στη συνέχεια υπολογίζεται το κόστος δανείων που προκύπτει από το πηλίκο των χρεωστικών τόκων προς το ανεξόφλητο πόσο δανείων.

Πίνακας 16 (Υπολογισμός κόστος δανείων)

Ποσά σε χιλιάδες ευρώ	2008	2009	2010	2011	2012	
Τόκοι Χρεωστικοί	4.175,0000	2.839,0000	2.246,0000	2.208,0000	1.757,0000	
Ανεξόφλητο Ποσό δανείων	29.772,0000	26.901,0000	23.247,0000	21.899,0000	17.406,0000	Μέσος Όρος
Κόστος δανείων	0,1402	0,1055	0,0966	0,1008	0,1009	0,1088

Σε επόμενο βήμα υπολογίζεται το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου, το οποίο προκύπτει από το παρακάτω τύπο.

(Συνάρτηση Αποτίμησης 20)

$$WACC = K_e \frac{E}{D+E} + K_d(1-t) \frac{D}{D+E}$$

Πίνακας 17 (Υπολογισμός μέσο σταθμικού κόστους κεφαλαίου)

Ποσά σε χιλιάδες ευρώ	2008	2009	2010	2011	2012	
Κόστος ιδίων κεφαλαίων	0,0720	0,0720	0,0720	0,0720	0,0720	
Κόστος δανείων	0,1402	0,1055	0,0966	0,1008	0,1009	
Λογιστική αξία δανείων	29.772,00	26.901,00	23.247,00	21.899,00	17.406,00	
Λογιστική αξία ιδίων κεφαλαίων	49.378,00	51.386,00	51.383,00	56.859,00	65.414,00	
Συντελεστής φορολογίας	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	Μέσος Όρος
Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου	0,0845	0,0745	0,0721	0,0730	0,0728	0,0754

Στη συνέχεια υπολογίζουμε την υπολειμματική ταμειακή ροή προς την επιχείρηση χρησιμοποιώντας αυτή τη φορά το ρυθμό ανάπτυξης και τον δείκτη επανεπένδυσης που έχουμε υπολογίσει παραπάνω.

Πίνακας 18 (Υπολογισμός υπολειμματικής ταμειακής ροής)

Ποσά σε χιλιάδες ευρώ	2008	2009	2010	2011	2012	
Κέρδη προ τόκων και φόρων	9.373	9.392	6.485	9.372	13.450	
Συντελεστής φορολογίας (1-συντ. φορ.)	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	
Ρυθμός Ανάπτυξης	0,0171	0,0171	0,0171	0,0171	0,0171	
Δείκτης Επανεπένδυσης	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19	Μέσος Όρος
Υπολειμματική ταμειακή ροή προς την επιχείρηση (FCFFt)	5.791,47	5.803,21	4.007,01	5.790,85	8.310,60	5.940,6248

Τέλος έχοντας υπολογίσει όλα τα απαραίτητα δεδομένα, υπολογίζουμε την αξία της επιχείρησης χρησιμοποιώντας τον παρακάτω τύπο.

(Συνάρτηση Αποτίμησης 19)

$$V_0 = \frac{FCFF_1}{WACC \cdot g_n}$$

Ποσά σε χιλιάδες ευρώ	2008	2009	2010	2011	2012
Υπολειμματική ταμειακή ροή προς την επιχείρηση (FCFFt)	5.791	5.803	4.007	5.791	8.311
Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου	0,0845	0,0745	0,0721	0,0730	0,0728
Ρυθμός Ανάπτυξης	0,0171	0,0171	0,0171	0,0171	0,0171
Αξία της Επιχείρησης (V₀)	85.954,3396	101.176,3474	72.796,9491	103.580,9066	106.694,1436

Η αξία της επιχείρησης χρησιμοποιώντας πάλι το μέσο όρο των υπολειμματικών ροών προκύπτει περίπου 107εκ ευρώ που είναι πάρα πολύ κοντά στη τρέχουσα χρηματιστηριακή αξία και φαίνεται πάλι η μετοχή αυτή τη φορά λίγο υπερτιμημένη.

Αν αλλάξει το κόστος κεφαλαίου και ο συντελεστή μεταβλητότητας, γίνει παραδοχή του ακραίου σεναρίου θα προκύψει

Ποσά σε χιλιάδες ευρώ	2008	2009	2010	2011	2012
Υπολειμματική ταμιακή ροή προς την επιχείρηση (FCFFt)	5.791	5.803	4.007	5.791	8.311
Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου	0,1406	0,1335	0,1341	0,1380	0,1439
Ρυθμός Ανάπτυξης	0,0171	0,0171	0,0171	0,0171	0,0171
Αξία της Επιχείρησης (Vo)	46.884,8925	49.842,2292	34.245,3083	47.905,1135	46.863,6516

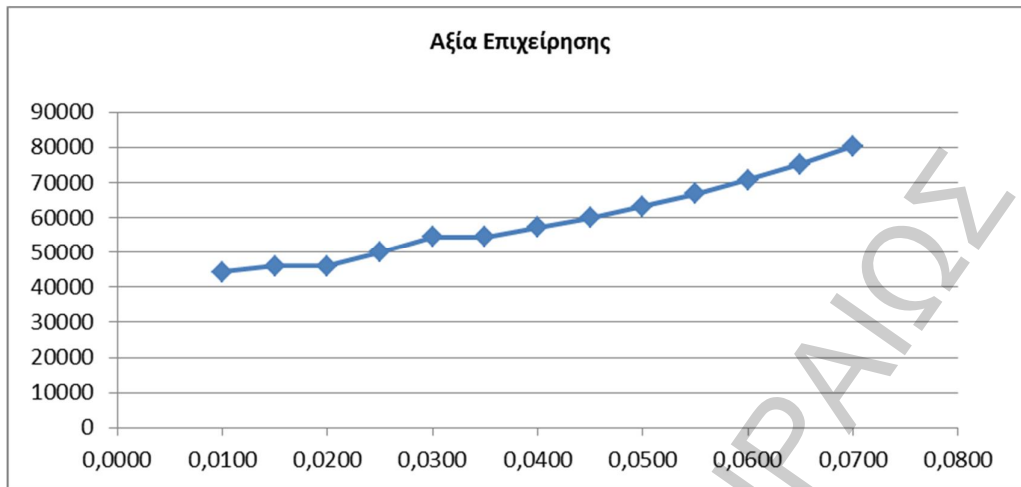
Η αξία της επιχείρησης πέφτει στα 50 εκ. ευρώ αλλά είναι απολύτως λογικό αφού αλλάζει και το κόστος κεφαλαίου κατά δέκα ποσοστιαίες μονάδες. Επίσης φαίνεται ξεκάθαρα ότι η μετοχή είναι υπερτιμημένη. Αν γίνει ανάλυση ευαισθησίας αλλάζοντας τον ρυθμό ανάπτυξης που είναι κρίσιμος. Θα εξαχθεί ο παρακάτω πίνακας και σχεδιάγραμμα.

7.3.1 Ανάλυση Ευαισθησίας

Πίνακας 19 (Μεταβολή Ρυθμού ανάπτυξης)

Ρυθμός Ανάπτυξης	Αξία Επιχείρησης
0,0100	44378,05516
0,0150	46099,94991
0,0200	46099,94991
0,0250	49978,32711
0,0300	54569,22205
0,0350	54569,22205
0,0400	57196,17713
0,0450	60088,84617
0,0500	88538,68722
0,0550	66850,7333
0,0600	70836,39572
0,0650	75327,44228
0,0700	80426,50432

Πίνακας 20 (Μεταβολή Ρυθμού ανάπτυξης)



Από τη μελέτη των παραπάνω πινάκων συμπεραίνεται ότι αν η επιχείρηση σημειώσει μεγαλύτερο ρυθμό ανάπτυξης από την πρόβλεψη θα πλησιάσει την χρηματιστηριακή της κεφαλαιοποίηση.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η αποτίμηση της εταιρείας Πλαίσιο , οδήγησε στο συμπέρασμα ότι η εταιρεία την τρέχουσα στιγμή είναι υπερτιμημένη στο Χρηματιστήριο. Όμως οι επενδυτές και η αγορά κρίνουν ότι έχει περιθώρια για σημαντικούς ρυθμούς ανάπτυξης άρα και πιθανά κέρδη μπορούν να μεταφραστούν σε μερίσματα. Αυτός είναι ένας λόγος που μπορεί η εταιρεία την τρέχουσα στιγμή να είναι χρηματιστηριακά υπερτιμημένη.

Τα αποτελέσματα χρησιμοποιώντας το υπόδειγμα αποτίμησης της υπολειμματικής ροής προς την επιχείρηση έδειξαν συγκριτικά πιο αξιόπιστα αποτελέσματα, αποτελέσματα κοντά στην χρηματιστηριακή αγορά. Τα αποτελέσματα χρησιμοποιώντας το υπόδειγμα αποτίμησης της υπολειμματικής ροής προς τους μετόχους προέβλεψαν πολύ χαμηλό ρυθμό ανάπτυξης με αποτέλεσμα η εταιρεία να φαίνεται πολύ υπερτιμημένη. Αν γινόταν τώρα πρόταση εξαγοράς ολόκληρου του μετοχικού κεφαλαίου κρίνω από τις αναλύσεις που έγιναν παραπάνω πως σε καμία περίπτωση δεν θα ξεπεράσουν την τρέχουσα χρηματιστηριακή αξία και ίσως να ήταν και σε λίγο χαμηλότερη αξία (προσωπική εκτίμηση).

Τέλος όσον αφορά τα υποδείγματα αποτίμησης είναι ξεκάθαρο πως κάθε επιχείρηση πρέπει να αποτιμάται με το κατάλληλο υπόδειγμα. Δεν ταιριάζουν όλα τα υποδείγματα σε όλες τις επιχειρήσεις. Αν επιλεγθεί το μη κατάλληλο υπόδειγμα είναι σίγουρο πως η αποτίμηση θα έχει τα λάθος συμπεράσματα. Είναι πολύ σημαντικό να μελετηθούν πολύ προσεκτικά οι οικονομικές καταστάσεις ώστε τα υποδείγματα αποτίμησης να τρέξουν με τα σωστά δεδομένα. Επίσης χρειάζεται να μελετηθεί το ιστορικό της επιχείρησης, ο κλάδος που δραστηριοποιείται, η εθνική οικονομία καθώς και όποια άλλη πληροφορία βοηθήσει να σκιαγραφηθεί καλύτερα το προφίλ της εταιρείας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9

Βιβλιογραφία

1. Αρτίκης, Π. Γ., 2002, Χρηματοοικονομική Διοίκηση - Αποφάσεις Επενδύσεων, Interbooks, Αθήνα.
2. Αρτίκης, Γ. Π., 2010, Διαχείριση Αξίας και Κινδύνου, Interbooks, Αθήνα.
3. Damodaran, A., 2002, Investment valuation, 2nd edition, John Wiley & Sons Inc., New York
4. Business Analysis Valuation: Using Financial Statements, Paul M. Healy, Krishna G. Palepu

Ηλεκτρονική Βιβλιογραφία

1. www.ase.gr
2. www.naftemporiki.gr
3. www.plaisio.gr

Παράρτημα Α

ΣΥΝΑΡΤΗΣΕΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΩΩΝ

<p>(Συνάρτηση Αποτίμησης 1)</p> <p>Υπολειμματική ταμιακή ροή προς τους μετόχους = = Καθαρά κέρδη - (Κεφαλαιουχικές δαπάνες - Αποσβέσεις) - - (Μεταβολές μη ταμιακού κεφαλαίου κίνησης) + + (Νέα δάνεια - Πληρωμές δανείων)</p>
<p>(Συνάρτηση Αποτίμησης 2)</p> $\delta = \frac{\text{Νέα δάνεια} - \text{Πληρωμές δανείων}}{\text{Καθαρές κεφαλαιουχικές δαπάνες} + \text{Μεταβολές κεφαλαίου κίνησης}}$
<p>(Συνάρτηση Αποτίμησης 3)</p> <p>Υπολειμματική ταμιακή ροή προς τους μετόχους = = Καθαρά κέρδη - (Κεφαλαιουχικές δαπάνες - Αποσβέσεις)·(1 - δ) - - (Μεταβολές μη ταμιακού κεφαλαίου κίνησης)·(1 - δ)</p>
<p>(Συνάρτηση Αποτίμησης 4)</p> <p>Υπολειμματική ταμιακή ροή προς τους μετόχους = = Καθαρά κέρδη - (Κεφαλαιουχικές δαπάνες - Αποσβέσεις) - - (Μεταβολές μη ταμιακού κεφαλαίου κίνησης) - - (Προνομιούχο μέρισμα + Νέο προνομιούχο μετοχικό κεφάλαιο) + + (Νέα δάνεια - Πληρωμές δανείων)</p>
<p>(Συνάρτηση Αποτίμησης 5)</p> <p>Υπολειμματική ταμιακή ροή προς τους μετόχους = = Καθαρά κέρδη - Προνομιούχο μέρισμα - - (Κεφαλαιουχικές δαπάνες - Αποσβέσεις)·(1 - δ) - - (Μεταβολές μη ταμιακού κεφαλαίου κίνησης)·(1 - δ)</p>
<p>(Συνάρτηση Αποτίμησης 6)</p> <p>Δείκτης μετρητών στους μετόχους προς υπολειμματική ταμιακή ροή προς τους μετόχους = $\frac{\text{Μέρισμα} + \text{Αγορές μετοχών}}{\text{FCFE}}$</p>

(Συνάρτηση Αποτίμησης 7)

Δείκτης επανεπένδυσης ιδίων κεφαλαίων =
 = (Καθαρές κεφαλαιουχικές δαπάνες + Μεταβολές κεφαλαίου κίνησης - Καθαρές εκδόσεις δανείων) / Καθαρά κέρδη

(Συνάρτηση Αποτίμησης 8)

Μη ταμιακή απόδοση ιδίων κεφαλαίων =
 = (Καθαρά κέρδη - Κέρδη μετά φόρων από μετρητά και εμπορεύσιμα χρεόγραφα) /
 (Λογιστική αξία ιδίων κεφαλαίων - Μετρητά και εμπορεύσιμα χρεόγραφα)

(Συνάρτηση Αποτίμησης 9)

Προβλεπόμενη ανάπτυξη FCFE =
 = Δείκτης επανεπένδυσης ιδίων κεφαλαίων • Μη ταμιακή απόδοση ιδίων κεφαλαίων

(Συνάρτηση Αποτίμησης 10)

$$V_0 = \frac{FCFE_1}{K_s - g_n}$$

(Συνάρτηση Αποτίμησης 11)

$$K_s = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f)$$

(Συνάρτηση Αποτίμησης 12)

$$g_n = b \cdot ROE$$

(Συνάρτηση Αποτίμησης 13)

$$b = \frac{g_n}{ROE}$$

(Συνάρτηση Αποτίμησης 14)

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1 + K_{s,hg})^t} + \frac{V_n}{(1 + K_{s,hg})^n}$$

(Συνάρτηση Αποτίμησης 15)

$$V_n = \frac{FCFE_{n+1}}{K_{s,st} \cdot g_n}$$

(Συνάρτηση Αποτίμησης 16)

$$V_0 = \sum_{t=1}^{n_1} \frac{FCFE_t}{(1+K_{s,hg})^t} + \sum_{t=n_1+1}^{n_2} \frac{FCFE_t}{(1+K_{s,t})^t} + \frac{V_{n_2}}{(1+K_{s,st})^n}$$

(Συνάρτηση Αποτίμησης 17)

Υπολειμματική ταμιακή ροή προς την επιχείρηση =
 = Υπολειμματική ταμιακή ροή προς μετόχους +
 + Τόκοι · (1 - Συντελεστής φορολογίας) + Χρεολύσια -
 - Νέες εκδόσεις δανείων + Προνομιούχα μερίσματα

(Συνάρτηση Αποτίμησης 18)

Υπολειμματική ταμιακή ροή προς την επιχείρηση =
 = Κέρδη προ τόκων και φόρων · (1 - Συντελεστής φορολογίας) +
 + Αποσβέσεις - Κεφαλαιουχικές δαπάνες - Μεταβολές κεφαλαίου κίνησης

(Συνάρτηση Αποτίμησης 19)

$$V_0 = \frac{FCFF_1}{WACC \cdot g_n}$$

(Συνάρτηση Αποτίμησης 20)

$$WACC = K_e \frac{E}{D+E} + K_d(1-t) \frac{D}{D+E}$$

(Συνάρτηση Αποτίμησης 21)

$$\text{Ρυθμός επανασύνδεσης} = \frac{\text{Ρυθμός ανάπτυξης}}{ROC}$$

(Συνάρτηση Αποτίμησης 22)

$$ROC = \frac{EBIT(1-t)}{D+E}$$

(Συνάρτηση Αποτίμησης 23)

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC_{hg})^t} + \frac{FCFF_{n+1}}{(1+WACC_{hg})^n} \cdot \frac{1}{WACC_{st} \cdot g_n}$$

(Συνάρτηση Αποτίμησης 24)

$$V_0 = \sum_{t=1}^{n_1} \frac{FCFF_t}{(1+WACC_{hg})^t} + \sum_{t=n_1+1}^{n_2} \frac{FCFF_t}{(1+WACC_t)^t} + \frac{FCFF_{n_2+1}}{WACC_{st} \cdot g_n} \cdot \frac{1}{(1+WACC_{st})^n}$$

(Συνάρτηση Αποτίμησης 25)

$$V_{unlevered} = \frac{FCFF_0(1+g)}{\rho_u \cdot g}$$

(Συνάρτηση Αποτίμησης 26)

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

(Συνάρτηση Αποτίμησης 27)

Αξία φορολογικού οφέλους = $t_c \cdot D$

(Συνάρτηση Αποτίμησης 28)

Παρούσα αξία αναμενόμενου κόστους πτώχευσης = $\pi_\alpha \cdot BC$

(Συνάρτηση Αποτίμησης 29)

$$V_{unlevered} = \frac{FCFF_0(1+g)}{\rho_u - g} + t_c \cdot D - \pi_\alpha \cdot BC$$

(Συνάρτηση Αποτίμησης 30)

FCFF = Κέρδη προ τόκων και φόρων · (1-Συντελεστής φορολογίας) -
- (Κεφαλαιουχικές δαπάνες - Αποσβέσεις) - Μεταβολές κεφαλαίου κίνησης

(Συνάρτηση Αποτίμησης 31)

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t}$$

(Συνάρτηση Αποτίμησης 32)

Τρέχουσα αξία επιχείρησης =
= Αξία χωρίς δάνεια + Παρούσα αξία φορολογικών οφελών -
- Αναμενόμενο κόστος πτώχευσης

(Συνάρτηση Αποτίμησης 33)

$$\begin{aligned} & \text{Αξία επιχείρησης χωρίς δάνεια} = \\ & = \text{Τρέχουσα αξία επιχείρησης} - \text{Παρούσα αξία φορολογικών οφελών} + \\ & + \text{Αναμενόμενο κόστος πτώχευσης} \end{aligned}$$

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ

Ετήσιες Οικονομικές Καταστάσεις

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΥ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ 12 ΜΗΝΟΥ

(ποσά σε χιλιάδες €)

	Σημείωση	ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ		ΕΤΑΙΡΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	
		<u>01/01–31/12/08</u>	<u>01/01–31/12/07</u>	<u>01/01–31/12/08</u>	<u>01/01–31/12/07</u>
Πωλήσεις	5	411.901	385.023	408.750	382.553
Κόστος Πωληθέντων		(336.966)	(313.442)	(335.270)	(311.877)
Μικτό Κέρδος		74.935	71.581	73.479	70.676
Λοιπά έσοδα	24	287	794	286	794
Έξοδα διάθεσης		(56.615)	(48.652)	(55.553)	(47.820)
Έξοδα διοίκησης		(8.204)	(6.938)	(7.767)	(6.372)
Λοιπά έξοδα		(1.030)	(412)	(1.062)	(462)
Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων		9.373	16.374	9.383	16.816
Χρηματοοικονομικά Έσοδα		651	482	698	512
Χρηματοοικονομικά Έξοδα		(4.188)	(3.263)	(4.160)	(3.247)
Κέρδη / (Ζημιές) από συγγενείς Εταιρείες		151	92	-	-
Κέρδη προ Φόρων		5.987	13.684	5.920	14.081
Φόρος Εισοδήματος	25	(1.729)	(3.828)	(1.730)	(3.836)
Κέρδη μετά από φόρους		4.257	9.855	4.190	10.244
<i>Κατανεμημένα σε:</i>					
Μετόχους της μητρικής		4.257	9.855	4.190	10.244
Δικαιώματα μειοψηφίας		0	0	-	-
Βασικά κέρδη ανά Μετοχή		0,1928	0,4464	0,1898	0,4640
Μέρισμα ανά Μετοχή		-	-	0,1200	0,3000
EBITDA		13.055	19.627	12.995	19.989

ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΗΣ 31^{ΗΣ} ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2008

(ποσά σε χιλιάδες €)

	Σημ.	ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ		ΕΤΑΙΡΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	
		31/12/08	31/12/07	31/12/08	31/12/07
Ενεργητικό					
Μη κυκλοφοριακά στοιχεία ενεργητικού					
Ενσώματες Ακίνητοποιήσεις	6	40.851	25.882	40.760	25.731
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	6	726	411	721	402
Προκαταβολές για αγορές παγίων στοιχείων	6	0	270	0	270
Συμμετοχές σε θυγατρικές επιχειρήσεις	7	0	0	1.057	1.057
Συμμετοχές σε συγγενείς επιχειρήσεις	8	1.648	1.554	1.298	1.330
Λοιπές επενδύσεις	9	442	442	442	442
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	19	1.689	960	1.615	887
Λοιπά στοιχεία μη κυκλοφορούντος ενεργητικού	10	735	703	735	695
		46.091	30.222	46.629	30.814
Κυκλοφοριακά στοιχεία ενεργητικού					
Αποθέματα	11	55.570	63.524	54.100	62.359
Πελάτες και λοιπές εμπορικές απαιτήσεις	12	40.691	38.157	43.442	40.409
Λοιπές απαιτήσεις	13	6.133	7.543	6.099	7.524
Χρημ/κα Στοιχεία αποτιμημένα στην εύλογη αξία μέσω Κατάστασης Αποτελεσμάτων	14	0	6	0	6
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	15	8.606	8.495	8.151	8.287
		110.999	117.724	111.792	118.585
Σύνολο Ενεργητικού		157.090	147.946	158.421	149.399
Ίδια Κεφάλαια και Υποχρεώσεις					
Ίδια Κεφάλαια					
Μετοχικό κεφάλαιο	16	7.066	7.066	7.066	7.066
Υπέρ το άρτιο	16	11.961	11.961	11.961	11.961
Λοιπά Αποθεματικά	17	23.572	23.271	23.572	23.271
Κέρδη εις νέον		4.130	3.037	5.826	4.780
Προτεινόμενο Μέρισμα	29	2.650	6.624	2.650	6.624
		49.378	51.958	51.074	53.721
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις					
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	18	11.783	12.426	11.783	12.426
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	19	0	0	0	0
Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	20	440	370	440	370
Μακροπρόθεσμες προβλέψεις	21	984	702	984	702
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	22	0	42	0	42
		13.207	13.540	13.207	13.540
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις					
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	23	60.058	65.731	59.891	65.629
Υποχρεώσεις από φόρους		2.639	4.950	2.496	4.802
Βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	18	17.989	509	17.989	509
Βραχυπρόθεσμες προβλέψεις	21	512	475	512	475
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	23	13.307	10.784	13.251	10.722
		94.505	82.449	94.139	82.137
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων και Υποχρεώσεων		157.090	147.946	158.421	149.399

Πλαίσιο Computers A.E.B.E.

Ετήσια Οικονομική Έκθεση (για την περίοδο από 01/01/2009 έως 31/12/2009)



ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΣΥΝΟΛΙΚΩΝ ΕΣΟΔΩΝ 01/01 – 31/12/2009

(ποσά σε χιλιάδες €)

	Σημείωση	ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ		ΕΤΑΙΡΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	
		01/01 – 31/12/09	01/01 – 31/12/08	01/01 – 31/12/09	01/01 – 31/12/08
Πωλήσεις	5	389.670	411.901	386.559	408.750
Κόστος Πωληθέντων		(320.529)	(336.966)	(318.626)	(335.270)
Μικτό Κέρδος		69.141	74.935	67.933	73.479
Λοιπά έσοδα	22	2.480	287	2.476	286
Έξοδα διάθεσης		(53.185)	(56.615)	(52.045)	(55.553)
Έξοδα διοίκησης		(8.242)	(8.204)	(7.764)	(7.767)
Λοιπά (έξοδα)/έσοδα		(801)	(1.030)	(801)	(1.062)
Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων		9.392	9.373	9.800	9.383
Χρηματοοικονομικά Έσοδα		859	651	930	698
Χρηματοοικονομικά Έξοδα		(2.711)	(4.188)	(2.675)	(4.160)
Κέρδη / (Ζημιές) από συγγενείς Εταιρείες		106	151		
Κέρδη προ Φόρων		7.645	5.987	8.055	5.920
Φόρος Εισοδήματος	23	(2.914)	(1.729)	(2.918)	(1.730)
Κέρδη μετά από φόρους		4.731	4.257	5.136	4.190
Ιδιοκτήτες Μητρικής		4.731	4.257	5.136	4.190
Δικαιώματα μειοψηφίας		0	0	-	-
Λοιπά Συνολικά Έσοδα μετά από Φόρους:					
Αντισταθμίσεις Ταμειακών Ροών		(74)	(212)	(74)	(212)
Συγκεντρωτικά Συνολικά Έσοδα μετά από Φόρους		4.657	4.045	5.062	3.978
Κέρδη περιόδου αποδιδόμενα σε:					
Ιδιοκτήτες Μητρικής		4.657	4.045	5.062	3.978
Δικαιώματα μειοψηφίας		0	0	-	-
Κέρδη ανά μετοχή από συνεχιζόμενες δραστηριότητες που αναλογούν σε μετόχους της μητρικής (εκφρασμένα σε € ανά μετοχή):					
Βασικά κέρδη ανά Μετοχή	27	0,2143	0,1928	0,2326	0,1898
Απομειωμένα κέρδη ανά μετοχή	27	0,2143	0,1928	0,2326	0,1898
Μέρισμα ανά Μετοχή	28	-	-	0,1200	0,1200
EBITDA		14.766	13.055	15.118	12.995

Πλαίσιο Computers A.E.B.E.

Ετήσια Οικονομική Έκθεση (για την περίοδο από 01/01/2009 έως 31/12/2009)



ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ Της 31ης ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2009

(ποσά σε χιλιάδες €)

	Σημ.	ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ		ΕΤΑΙΡΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	
		31/12/09	31/12/08	31/12/09	31/12/08
Ενεργητικό					
Μη κυκλοφοριακά στοιχεία ενεργητικού					
Ενσώματες Ακίνητοποιήσεις	6	38.936	40.851	38.889	40.760
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	6	1.463	726	1.455	721
Συμμετοχές σε θυγατρικές επιχειρήσεις	7	0	0	3.222	1.057
Συμμετοχές σε συγγενείς επιχειρήσεις	7	1.678	1.648	1.298	1.298
Λοιπές επενδύσεις	8	442	442	442	442
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	18	1.743	1.689	1.664	1.615
Λοιπά στοιχεία μη κυκλοφορούντος ενεργητικού	9	779	735	779	735
		45.041	46.091	47.750	46.629
Κυκλοφοριακά στοιχεία ενεργητικού					
Αποθέματα	10	59.504	55.570	58.383	54.100
Πελάτες και λοιπές εμπορικές απαιτήσεις	11	45.111	40.691	45.787	43.442
Λοιπές απαιτήσεις	12	2.417	6.133	2.372	6.099
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	14	9.956	8.606	9.452	8.151
		116.989	110.999	115.993	111.792
Σύνολο Ενεργητικού		162.030	157.090	163.743	158.421
Ίδια Κεφάλαια					
Μετοχικό κεφάλαιο	15	7.066	7.066	7.066	7.066
Υπέρ το άρτιο	15	11.961	11.961	11.961	11.961
Λοιπά Αποθεματικά	16	23.707	23.572	23.707	23.572
Κέρδη εις νέον		6.002	4.130	8.103	5.826
Προτεινόμενο Μέρισμα	28	2.650	2.650	2.650	2.650
		51.386	49.378	53.487	51.074
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις					
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	17	23.141	11.783	23.141	11.783
Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	19	477	440	477	440
Μακροπρόθεσμες προβλέψεις	20	1.268	984	1.266	984
		24.886	13.207	24.883	13.207
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις					
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	21	67.576	60.058	67.430	59.891
Υποχρεώσεις από φόρους		4.311	2.639	4.153	2.496
Βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	17	3.760	17.989	3.760	17.989
Βραχυπρόθεσμες προβλέψεις	20	519	512	519	512
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	21	9.592	13.307	9.512	13.251
		85.758	94.505	85.373	94.139
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων και Υποχρεώσεων		162.030	157.090	163.743	158.421

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΣΥΝΟΛΙΚΩΝ ΕΣΟΔΩΝ 01/01 – 31/12/2010

(ποσά σε χιλιάδες €)

	Σημείωση	ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ		ΕΤΑΙΡΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	
		01/01 – 31/12/10	01/01 – 31/12/09	01/01 – 31/12/10	01/01 – 31/12/09
Πωλήσεις	5	358.183	389.670	354.231	386.559
Κόστος Πωληθέντων		(295.355)	(320.529)	(292.673)	(318.626)
Μικτό Κέρδος		62.828	69.141	61.559	67.933
Λοιπά έσοδα	22	318	2.480	312	2.476
Έξοδα διάθεσης		(50.220)	(53.185)	(49.198)	(52.045)
Έξοδα διοίκησης		(6.179)	(8.242)	(5.751)	(7.764)
Λοιπά (έξοδα)/έσοδα		(261)	(801)	(261)	(801)
Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων		6.485	9.392	6.660	9.800
Χρηματοοικονομικά Έσοδα		728	859	783	930
Χρηματοοικονομικά Έξοδα		(2.221)	(2.711)	(2.200)	(2.675)
Αναλογία Αποτελεσμάτων από Συμμετοχές Αποτιμημένες με τη Μέθοδο τη Καθαρής Θέσης.		101	106	-	-
Κέρδη προ Φόρων		5.094	7.645	5.244	8.055
Φόρος Εισοδήματος	23	(2.509)	(2.914)	(2.506)	(2.918)
Κέρδη μετά από φόρους		2.585	4.731	2.738	5.136
Ιδιοκτήτες Μητρικής		2.585	4.731	2.738	5.136
Δικαιώματα μειοψηφίας		0	0	-	-
Λοιπά Συνολικά Έσοδα μετά από Φόρους:					
Αντισταθμίσεις Ταμειακών Ροών		62	(74)	62	(74)
Συγκεντρωτικά Συνολικά Έσοδα μετά από Φόρους		2.647	4.657	2.800	5.062
Κέρδη περιόδου αποδιδόμενα σε:					
Ιδιοκτήτες Μητρικής		2.647	4.657	2.800	5.062
Δικαιώματα μειοψηφίας		0	0	-	-
Κέρδη ανά μετοχή από συνεχιζόμενες δραστηριότητες που αναλογούν σε μετόχους της μητρικής (εκφρασμένα σε € ανα μετοχή):					
Βασικά κέρδη ανά Μετοχή	27	0,1171	0,2143	0,1240	0,2326
Απομειωμένα κέρδη ανα μετοχή	27	0,1171	0,2143	0,1240	0,2326
Μέρισμα ανά Μετοχή	28	-	-	0,0500	0,1200
EBITDA		10.876	14.766	11.016	15.118

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ Της 31ης ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2010
(ποσά σε χιλιάδες €)

	Σημ.	ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ		ΕΤΑΙΡΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	
		31/12/10	31/12/09	31/12/10	31/12/09
Ενεργητικό					
Μη κυκλοφοριακά στοιχεία ενεργητικού					
Ενσώματες Ακίνητοποιήσεις	6	37.307	38.936	37.287	38.889
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	6	1.259	1.463	1.249	1.455
Συμμετοχές σε θυγατρικές επιχειρήσεις	7	0	0	3.222	3.222
Συμμετοχές σε συγγενείς επιχειρήσεις	7	1.706	1.678	1.298	1.298
Λοιπές επενδύσεις	8	480	442	480	442
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	17	1.073	1.743	998	1.664
Λοιπά στοιχεία μη κυκλοφορούντος ενεργητικού	9	833	779	833	779
		42.659	45.041	45.367	47.750
Κυκλοφοριακά στοιχεία ενεργητικού					
Αποθέματα	10	34.781	59.504	34.053	58.383
Πελάτες και λοιπές εμπορικές απαιτήσεις	11	33.719	45.111	33.926	45.787
Λοιπές απαιτήσεις	12	3.721	2.417	3.642	2.372
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	13	24.801	9.956	24.533	9.452
		97.023	116.989	96.154	115.993
Σύνολο Ενεργητικού		139.682	162.030	141.522	163.743
Ίδια Κεφάλαια					
Μετοχικό κεφάλαιο	14	7.066	7.066	7.066	7.066
Υπέρ το άρτιο	14	11.961	11.961	11.961	11.961
Λοιπά Αποθεματικά	15	24.025	23.707	24.025	23.707
Κέρδη εις νέον		7.227	6.002	9.481	8.103
Προτεινόμενο Μέρισμα	28	1.104	2.650	1.104	2.650
		51.383	51.386	53.637	53.487
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις					
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	16	21.898	23.141	21.898	23.141
Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	18	549	477	549	477
Μακροπρόθεσμες προβλέψεις	19	1.528	1.268	1.528	1.266
Έσοδα Επομένων Χρήσεων	20	1.939	0	1.939	0
		25.914	24.886	25.914	24.883
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις					
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	21	47.234	67.576	46.958	67.430
Υποχρεώσεις από φόρους		4.843	4.311	4.724	4.153
Βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	16	1.349	3.760	1.349	3.760
Βραχυπρόθεσμες προβλέψεις	19	608	519	608	519
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	21	8.351	9.592	8.331	9.512
		62.385	85.758	61.971	85.373
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων και Υποχρεώσεων		139.682	162.030	141.522	163.743

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΣΥΝΟΛΙΚΩΝ ΕΣΟΔΩΝ 01/01 – 31/12/2011

(ποσά σε χιλιάδες €)

	Σημ.	ΕΝΟΠΙΩΜΕΝΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ		ΕΤΑΙΡΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	
		01/01 – 31/12/11	01/01 – 31/12/10	01/01 – 31/12/11	01/01 – 31/12/10
Πωλήσεις	5	312.296	358.183	308.020	354.231
Κόστος Πωληθέντων		(242.139)	(295.355)	(239.284)	(292.673)
Μικτό Κέρδος		70.157	62.828	68.736	61.559
Λοιπά έσοδα	22	191	318	145	312
Έξοδα διάθεσης		(46.426)	(50.220)	(45.486)	(49.198)
Έξοδα διοίκησης		(6.237)	(6.179)	(5.751)	(5.751)
Λοιπά (έξοδα)/έσοδα		(8.314)	(261)	(8.314)	(261)
Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων		9.372	6.485	9.330	6.660
Χρηματοοικονομικά Έσοδα		1.601	728	1.650	783
Χρηματοοικονομικά Έξοδα		(2.193)	(2.221)	(2.177)	(2.200)
Αναλογία Αποτελεσμάτων από Συμμετοχές Αποτιμημένες με τη Μέθοδο τη Καθαρής Θέσης.		119	101	-	-
Κέρδη προ Φόρων		8.899	5.094	8.802	5.244
Φόρος Εισοδήματος	23	(2.476)	(2.509)	(2.467)	(2.506)
Κέρδη μετά από φόρους		6.423	2.585	6.336	2.738
Ιδιοκτήτες Μητρικής		6.423	2.585	6.336	2.738
Δικαιώματα μειοψηφίας		0	0	-	-
Λοιπά Συνολικά Έσοδα μετά από Φόρους:					
Αντισταθμίσεις Ταμειακών Ροών		157	62	157	62
Συγκεντρωτικά Συνολικά Έσοδα μετά από Φόρους		6.580	2.647	6.493	2.800
Κέρδη περιόδου αποδιδόμενα σε:					
Ιδιοκτήτες Μητρικής		6.580	2.647	6.493	2.800
Δικαιώματα μειοψηφίας		0	0	-	-
Κέρδη ανά μετοχή από συνεχιζόμενες δραστηριότητες που αναλογούν σε μετόχους της μητρικής (εκφρασμένα σε € ανά μετοχή):					
Βασικά κέρδη ανά Μετοχή	27	0,2909	0,1171	0,2869	0,1240
Απομειωμένα κέρδη ανα μετοχή	27	0,2909	0,1171	0,2869	0,1240
Μέρισμα ανά Μετοχή	28	-	-	0,0800	0,0500
ΕΒΙΤΔΑ		13.253	10.876	13.196	11.016

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ της 31ης ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2011

(ποσά σε χιλιάδες €)

	Σημ.	ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ		ΕΤΑΙΡΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	
		31/12/11	31/12/10	31/12/11	31/12/10
Ενεργητικό					
Μη κυκλοφοριακά στοιχεία ενεργητικού					
Ενσώματες Ακίνητοποιήσεις	6	35.530	37.307	35.509	37.287
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	6	1.051	1.259	1.046	1.249
Συμμετοχές σε θυγατρικές επιχειρήσεις	7	0	0	4.072	3.222
Συμμετοχές σε συγγενείς επιχειρήσεις	7	1.769	1.706	1.298	1.298
Λοιπές επενδύσεις	8	386	480	386	480
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	17	2.605	1.073	2.539	998
Λοιπά στοιχεία μη κυκλοφορούντος ενεργητικού	9	697	833	671	833
		42.038	42.659	45.522	45.367
Κυκλοφοριακά στοιχεία ενεργητικού					
Αποθέματα	10	32.781	34.781	32.030	34.053
Πελάτες και λοιπές εμπορικές απαιτήσεις	11	20.616	33.719	20.327	33.926
Λοιπές απαιτήσεις	12	1.806	3.721	1.709	3.642
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	13	35.146	24.801	34.549	24.533
		90.350	97.023	88.614	96.154
Σύνολο Ενεργητικού		132.388	139.682	134.136	141.522
Ίδια Κεφάλαια					
Μετοχικό κεφάλαιο	14	7.066	7.066	7.066	7.066
Υπέρ το άρτιο	14	11.961	11.961	11.961	11.961
Λοιπά Αποθεματικά	15	24.320	24.025	24.320	24.025
Κέρδη εις νέον		11.746	7.227	13.913	9.481
Προτεινόμενο Μέρισμα	28	1.766	1.104	1.766	1.104
		56.859	51.383	59.026	53.637
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις					
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	16	14.056	21.898	14.056	21.898
Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	18	643	549	643	549
Μακροπρόθεσμες προβλέψεις	19	684	1.528	684	1.528
Έσοδα Επομένων Χρήσεων	20	3.778	1.939	3.778	1.939
		19.161	25.914	19.161	25.914
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις					
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	21	32.235	47.234	31.953	46.958
Υποχρεώσεις από φόρους		6.831	4.843	6.716	4.724
Βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	16	7.843	1.349	7.843	1.349
Βραχυπρόθεσμες προβλέψεις	19	662	608	662	608
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	21	8.798	8.351	8.775	8.331
		56.369	62.385	55.949	61.971
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων και Υποχρεώσεων		132.388	139.682	134.136	141.522

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΣΥΝΟΛΙΚΩΝ ΕΣΟΔΩΝ 01/01 – 31/12/2012

(ποσά σε χιλιάδες €)

	Σημ.	ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ		ΕΤΑΙΡΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	
		01/01 – 31/12/12	01/01 – 31/12/11	01/01 – 31/12/12	01/01 – 31/12/11
Πωλήσεις	5	286.876	312.296	281.989	308.020
Κόστος Πωληθέντων		-222.452	-242.139	-219.177	-239.284
Μικτό Κέρδος		64.425	70.157	62.812	68.736
Λοιπά έσοδα	22	273	191	218	145
Έξοδα διάθεσης		-44.467	-46.426	-43.448	-45.486
Έξοδα διοίκησης		-6.187	-6.237	-5.726	-5.751
Λοιπά (έξοδα)/έσοδα		-593	-8.314	-593	-8.314
Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων		13.450	9.372	13.263	9.330
Χρηματοοικονομικά Έσοδα		1.263	1.601	1.264	1.650
Χρηματοοικονομικά Έξοδα		-1.786	-2.193	-1.769	-2.177
Αναλογία Αποτελεσμάτων από Συμμετοχές Αποτιμημένες με τη Μέθοδο τη Καθαρής Θέσης.		169	119	-	-
Κέρδη προ Φόρων		13.097	8.899	12.758	8.802
Φόρος Εισοδήματος	23	-2.843	-2.476	-2.843	-2.467
Κέρδη μετά από φόρους		10.254	6.423	9.915	6.336
Ιδιοκτήτες Μητρικής		10.254	6.423	9.915	6.336
Δικαιώματα μειοψηφίας		0	0	-	-
Λοιπά Συνολικά Έσοδα μετά από Φόρους:					
Αντισταθμίσεις Ταμειακών Ροών		68	157	68	157
Συγκεντρωτικά Συνολικά Έσοδα μετά από Φόρους		10.322	6.580	9.983	6.493
Κέρδη περιόδου αποδιδόμενα σε:					
Ιδιοκτήτες Μητρικής		10.322	6.580	9.983	6.493
Δικαιώματα μειοψηφίας		0	0	-	-
Κέρδη ανά μετοχή από συνεχιζόμενες δραστηριότητες που αναλογούν σε μετόχους της μητρικής (εκφρασμένα σε € ανά μετοχή):					
Βασικά κέρδη ανά Μετοχή	27	0,4644	0,2909	0,4491	0,2869
Απομειωμένα κέρδη ανα μετοχή	27	0,4644	0,2909	0,4491	0,2869
Μέρισμα ανά Μετοχή	28		-	0,1200	0,0800
ΕΒΙΤΔΑ		17.035	13.253	16.834	13.196

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ της 31ης ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2012

(ποσά σε χιλιάδες €)

	Σημ.	ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ		ΕΤΑΙΡΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	
		<u>31/12/12</u>	<u>31/12/11</u>	<u>31/12/12</u>	<u>31/12/11</u>
Ενεργητικό					
Μη κυκλοφοριακά στοιχεία ενεργητικού					
Ενσώματες Ακίνητοποιήσεις	6	33.351	35.530	33.314	35.509
Άυλα περιουσιακά στοιχεία	6	794	1.051	791	1.046
Συμμετοχές σε θυγατρικές επιχειρήσεις	7	0	0	4.072	4.072
Συμμετοχές σε συγγενείς επιχειρήσεις	7	1.329	1.769	699	1.298
Λοιπές επενδύσεις	8	286	386	286	386
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	17	3.002	2.605	2.936	2.539
Λοιπά στοιχεία μη κυκλοφορούντος ενεργητικού	9	754	697	716	671
		39.517	42.038	42.814	45.522
Κυκλοφοριακά στοιχεία ενεργητικού					
Αποθέματα	10	27.255	32.781	26.515	32.030
Πελάτες και λοιπές εμπορικές απαιτήσεις	11	19.324	20.616	18.833	20.327
Λοιπές απαιτήσεις	12	1.988	1.806	1.938	1.709
Ταμειακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	13	45.362	35.146	44.857	34.549
		93.929	90.350	92.143	88.614
Σύνολο Ενεργητικού		133.446	132.388	134.957	134.136
Ίδια Κεφάλαια					
Μετοχικό κεφάλαιο	14	7.066	7.066	7.066	7.066
Υπέρ το άρτιο	14	11.961	11.961	11.961	11.961
Λοιπά Αποθεματικά	15	24.709	24.320	24.709	24.320
Κέρδη εις νέον		19.030	11.746	20.858	13.913
Προτεινόμενο Μέρισμα	28	2.650	1.766	2.650	1.766
		65.414	56.859	67.243	59.026
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις					
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	16	14.263	14.056	14.263	14.056
Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	18	551	643	551	643
Μακροπρόθεσμες προβλέψεις	19	684	684	684	684
Έσοδα Επομένων Χρήσεων	20	3.459	3.778	3.459	3.778
		18.957	19.161	18.957	19.161
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις					
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	21	33.526	32.235	33.318	31.953
Υποχρεώσεις από φόρους		3.522	6.831	3.433	6.716
Βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	16	3.143	7.843	3.143	7.843
Βραχυπρόθεσμες προβλέψεις	19	717	662	717	662
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	21	8.166	8.798	8.148	8.775
		49.074	56.369	48.757	55.949
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων και Υποχρεώσεων		133.446	132.388	134.957	134.136