

**ΣΗΜΑΣΙΑ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΤΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ
ΚΑΙ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΤΗΣ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ
ΤΩΝ ΣΥΜΜΕΤΕΧΟΥΣΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ**

ΛΑΜΠΑΔΑΡΙΟΥ ΜΑΡΙΑ - ΚΛΕΑΝΘΗ

**Διπλωματική Εργασία
ΠΜΣ.ΔΕ**

2005

**ΣΗΜΑΣΙΑ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΤΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ
ΚΑΙ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΤΗΣ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ
ΤΩΝ ΣΥΜΜΕΤΕΧΟΥΣΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ**

**Μελέτη της σημασίας των συγχωνεύσεων και εξαγορών,
παρουσίαση μεθόδων αποτίμησης της αξίας των
συμμετεχουσών εταιρειών και εφαρμογή των μεθόδων στην
αποτίμηση της αξίας ελληνικής εταιρείας που ανήκει στον
κλάδο των εστιατορίων γρήγορης εξυπηρέτησης.**

ΛΑΜΠΑΔΑΡΙΟΥ ΜΑΡΙΑ - ΚΛΕΑΝΘΗ

**Δίπλωμα Χημικού Μηχανικού από το τμήμα Χημικών
Μηχανικών του Εθνικού Μετσοβίου Πολυτεχνείου**

**Υποβληθείσα Εργασία για το Μεταπτυχιακό Δίπλωμα στην
Οργάνωση και Διοίκηση Επιχειρήσεων**

**Τμήμα Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων
Πανεπιστημίου Πειραιώς**

2005

Αφιερώνεται στη μητέρα μου

ΣΗΜΑΣΙΑ ΤΩΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΤΩΝ ΕΞΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΤΗΣ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΩΝ ΣΥΜΜΕΤΕΧΟΥΣΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ

Λαμπαδαρίου Μαρία – Κλεάνθη

Σημαντικοί όροι

Επιχειρηματική μεγέθυνση, συνέργια, ολοκλήρωση, μοντέλο αποτίμησης αξίας, μέθοδος προεξοφλημένων καθαρών ταμειακών ροών, μέθοδος χρηματοοικονομικών πολλαπλασιαστών.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Σε ένα νέο παγκοσμιοποιημένο και έντονα ανταγωνιστικό περιβάλλον οι εθνικές, αλλά και ακόμα περισσότερο οι πολυεθνικές επιχειρήσεις, προσπαθούν να επιβιώσουν και να κερδοφορήσουν είτε εκμεταλλευόμενες ορισμένα πλεονεκτήματα που έχουν έναντι άλλων είτε ενώνοντας τις δυνάμεις τους με άλλες επιχειρήσεις μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων.

Μια από τις πιο σημαντικές διαδικασίες για την πραγματοποίηση μιας συγχώνευσης ή μιας εξαγοράς είναι η αποτίμηση της αξίας των εμπλεκόμενων εταιρειών. Οι μέθοδοι και τα δεδομένα που χρησιμοποιούνται για την αποτίμηση των επιχειρήσεων διαφέρουν πολύ. Τα αποτελέσματα που

δίνουν αυτές οι μέθοδοι, από τις πιο απλουστευμένες έως και τις πιο πολύπλοκες, εξαρτώνται από το είδος και την ακρίβεια των δεδομένων που θα χρησιμοποιηθούν.

Σκοπός της διπλωματικής αυτής εργασίας αποτελεί η ανάλυση και η παρουσίαση των σημαντικότερων κινήτρων που οδηγούν σε μια συγχώνευση ή μια εξαγορά καθώς και των πιο αντιπροσωπευτικών μεθόδων που χρησιμοποιούνται για την αποτίμηση εταιρειών που λαμβάνουν μέρος σε ένα παρόμοιο επιχειρηματικό εγχείρημα. Οι πιο ευρέως χρησιμοποιήσιμες μέθοδοι αποτίμησης από τους σύγχρονους χρηματοοικονομικούς αναλυτές είναι η Μέθοδος των Προεξοφλημένων Καθαρών Ταμιακών Ροών, η Μέθοδος των Συγκρίσιμων Εταιρειών και η Μέθοδος της Αναμορφωμένης Καθαρής Θέσης. Επιχειρείται τέλος η εφαρμογή ορισμένων από τις προαναφερθείσες μεθόδους στη μελέτη αποτίμησης της εταιρείας «Αυλόγυρος» που ανήκει στον κλάδο των εστιατορίων γρήγορης εξυπηρέτησης.

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Θα ήθελα να ευχαριστήσω τον κ. Χρήστο Αγιακλόγλου, Αναπληρωτή Καθηγητή του Πανεπιστημίου Πειραιώς, για την πολύτιμη βοήθεια που μου παρείχε, καθώς και για την άριστη και συνεχή επίβλεψη του μέχρι την αποπεράτωση της μελέτης αυτής. Θα ήθελα επίσης να ευχαριστήσω τον κ. Γρηγόρη Σταματόπουλο για τα στοιχεία και τις συμβουλές που μου έδωσε, προκείμενου να γίνει εφικτή η ολοκλήρωση του εμπειρικού μέρους της εργασίας μου.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ	I
ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ	II
ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ	III
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1	
ΑΡΧΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ	
1.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ	1
1.2 ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ ΚΑΙ ΣΥΝΕΝΩΣΗ	3
1.3 ΤΡΟΠΟΙ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΜΕΓΕΘΥΝΣΗΣ	5
1.4 ΑΙΤΙΕΣ ΠΟΥ ΟΔΗΓΟΥΝ ΣΕ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ	7
1.5 ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΕΣ ΚΑΤΑ ΤΗ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ	9
1.5.1 ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ	10
1.5.2 ΔΑΝΕΙΣΜΟΣ ΓΙΑ ΕΞΑΓΟΡΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ	11
1.5.3 ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΗ ΑΝΑΔΟΜΗΣΗ	12
1.6 ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΟΙ ΤΡΟΠΟΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΣΥΝΔΥΑΣΜΩΝ	21
1.7 ΑΝΑΚΕΦΑΛΑΙΩΣΗ	29
ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	31

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΑΞΙΑΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ

2.1	ΕΙΣΑΓΩΓΗ	33
2.2	ΜΕΘΟΔΟΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΟ ΜΟΝΤΕΛΟ ΤΟΥ GORDON	35
2.2.1	ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ ΜΕ ΣΤΑΘΕΡΟ ΡΥΘΜΟ	37
2.2.2	ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ ΜΕ ΜΗ ΣΤΑΘΕΡΟ ΡΥΘΜΟ	40
2.3	ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΕΚΤΙΜΗΣΗΣ	44
2.3.1	ΜΕΘΟΔΟΣ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΜΕΝΩΝ ΚΑΘΑΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ	44
2.3.1.1	ΜΕΣΟ ΣΤΑΘΜΙΚΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	47
2.3.1.2	ΚΟΣΤΟΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	48
2.3.1.3	ΚΟΣΤΟΣ ΞΕΝΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	54
2.3.1.4	ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΚΑΘΑΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ	55
2.3.1.5	ΕΚΤΙΜΗΣΗΣ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ	58
2.3.2	ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΩΝ ΠΟΛΛΑΠΛΑΣΙΑΣΤΩΝ	60
2.3.2.1	ΚΑΘΟΡΙΣΜΟΣ ΠΟΛΛΑΠΛΑΣΙΑΣΤΗ	62
2.3.2.2	ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΚΑΤΑΝΟΜΗΣ ΠΟΛΛΑΠΛΑΣΙΑΣΤΗ	62
2.3.2.3	ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΛΛΑΠΛΑΣΙΑΣΤΗ	63
2.3.2.4	ΕΥΡΕΣΗ ΣΥΓΚΡΙΣΙΜΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ	65
2.3.3	ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΗ ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ	67
2.4	ΑΝΑΚΕΦΑΛΑΙΩΣΗ	70
	ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	73

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ

3.1	ΕΙΣΑΓΩΓΗ	75
3.2	ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΜΕΓΕΘΥΝΣΗΣ	77
3.3	ΣΥΝΕΡΓΙΑ	78
3.3.1	ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΗ ΣΥΝΕΡΓΙΑ	80
3.3.2	ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΣΥΝΕΡΓΙΑ	88
3.3.3	ΔΙΑΦΟΡΟΠΟΙΗΣΗ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΙΣΟΔΟ ΣΕ ΠΙΟ ΚΕΡΔΟΦΟΡΟΥΣ ΚΛΑΔΟΥΣ	89
3.4	ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΚΙΝΗΤΡΑ	93
3.4.1	ΟΡΙΖΟΝΤΙΑ ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗ	93
3.4.2	ΚΑΘΕΤΗ ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗ	96
3.5	Η ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑ ΤΗΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΣΕ ΜΙΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ	98
3.6	ΑΝΑΚΕΦΑΛΑΙΩΣΗ	102
	ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	104

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΜΕΛΕΤΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ «ΑΥΛΟΓΥΡΟΣ»

4.1	ΕΙΣΑΓΩΓΗ	106
4.2	ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ	108
4.3	ΦΙΛΟΣΟΦΙΑ ΚΑΙ ΣΤΟΧΟΙ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ	109
4.4	ΣΥΝΟΠΤΙΚΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	110
4.5	ΣΥΝΟΠΤΙΚΗ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΚΛΑΔΟΥ	113

4.6	ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΩΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΠΟΥ ΧΡΗΣΙΜΟΠΟΙΗΘΗΚΑΝ	116
4.6.1	ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ	117
4.6.2	ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΒΑΣΕΙ ΤΗΣ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΤΩΝ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ	119
4.6.3	ΠΟΛΛΑΠΛΑΣΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ	141
4.6.4	ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΑ ΠΟΛΛΑΠΛΑΣΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ	142
4.7	ΣΥΝΟΨΗ - ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	150
	ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ	153
	ΠΗΓΕΣ	159
	ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	160

III

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

3.1 Διαδικασία υλοποίησης ωφελειών από τη συνέργια

87

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ

4.1	Συνοπτικά Στοιχεία Ισολογισμού της Εταιρείας	111
4.2	Συνοπτικά Στοιχεία Αποτελεσμάτων Χρήσης της Εταιρείας	112
4.3	Παραδοχές για την λειτουργία της Εταιρείας για την Περίοδο 2003-2007	119
4.4	Προβλεπόμενες Ποσοστιαίες μεταβολές της Κατάστασης Αποτελεσμάτων Χρήσης για την Περίοδο 2003-2007	120
4.5	Προβλεπόμενα Αποτελέσματα Χρήσης της Εταιρείας για την Περίοδο 2003-2007	121
4.6	Προβλεπόμενες Ποσοστιαίες Μεταβολές του Ισολογισμού για την Περίοδο 2003-2007	126
4.7	Προβλεπόμενος Ισολογισμός για την Περίοδο 2003-2007	128
4.8	Προβλεπόμενες Ταμειακές Ροές για την Περίοδο 2003-2007	133
4.9	Ελεύθερες Ταμειακές Ροές για την Περίοδο 2003-2007	136
4.10	Συντελεστές για την πραγματοποίηση της Αποτίμησης της Εταιρείας	138
4.11	Εφαρμογή Μεθόδου Προεξόφλησης Ελεύθερων Ταμειακών Ροών (DCF)	140
4.12	Κυριότερα Οικονομικά Στοιχεία Συγκριτικού Δείγματος για το έτος 2001	144
4.13	Αποτελέσματα Συγκριτικού δείγματος Εταιρειών (ποσά Πωλήσεων και Τιμή Μετοχής σε €)	146
4.14	Αξία βάσει δείκτη «Τιμή Μετοχής της Εταιρείας / Πωλήσεις»	148
4.15	Αξία βάσει δείκτη «Τιμή Μετοχής της Εταιρείας / Ίδια Κεφάλαια»	149
4.16	Αποτελέσματα Συγκριτικής Αποτίμησης	150

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Πίνακας 1	Τιμές μετοχών για την εταιρεία «EVEREST» κατά το χρονικό διάστημα 2/1/2002 έως 2/9/2002	153
Πίνακας 2	Τιμές μετοχών για την εταιρεία «GOODY'S» κατά το χρονικό διάστημα 2/1/2002 έως 2/9/2002	155
Πίνακας 3	Τιμές μετοχών για την εταιρεία «ΓΡΗΓΟΡΗΣ ΜΙΚΡΟΓΕΥΜΑΤΑ» κατά το χρονικό διάστημα 2/1/2002 έως 2/9/2002	157

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΑΡΧΕΣ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ

1.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Στη σύγχρονη επιχειρηματική δραστηριότητα, όπου ο ανταγωνισμός είναι πολύ έντονος, οι επιχειρήσεις αναζητούν συνεχώς τρόπους να βελτιώσουν την θέση τους. Ένας από αυτούς είναι η αύξηση του μεγέθους τους πραγματοποιώντας συγχωνεύσεις με άλλες εταιρείες ή ακόμα ενισχύοντας τις δραστηριότητες της ήδη υπάρχουσας επιχείρησης αυξάνοντας τον κύκλο εργασιών της. Για το λόγο αυτό, ο ανταγωνισμός ωθεί τις εταιρείες στο να επεκτείνουν τις δραστηριότητές τους στον ίδιο ή και σε διαφορετικούς κλάδους, με αποτέλεσμα οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές να αποτελούν πολύ σημαντικές δραστηριότητες στη σύγχρονη επιχειρηματική πραγματικότητα. Βέβαια, όταν μια επιχείρηση αποφασίζει να διεξάγει μια συγχώνευση ή εξαγορά αντιμετωπίζει την πράξη αυτή ως μια επένδυση. Κάθε επένδυση εμπεριέχει κάποιο ρίσκο, το οποίο η επιχείρηση θα πρέπει να αξιολογήσει και να προβλέψει το χρονικό ορίζοντα μέσα στον οποίο η επένδυση θα καρποφορήσει, καθώς αυτή μπορεί να αποβεί καθοριστική για το μέλλον μιας εταιρείας.

Το πρώτο κύμα συγχωνεύσεων και εξαγορών, που λαμβάνει χώρα στην Ελλάδα κατά την περίοδο 1998 – 99, αποτελεί την έμπρακτη προσπάθεια των

Κεφάλαιο 1: Αρχές συγχωνεύσεων και εξαγορών

εγχώριων επιχειρήσεων να απαντήσουν και να προσαρμοστούν αποτελεσματικότερα στην παγκοσμιοποίηση των αγορών χρήματος, κεφαλαίου, αγαθών και υπηρεσιών. Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές έχουν ως κύριο στόχο τόσο να ενισχύσουν την τάξη των εταιρικών μεγεθών όσο και να βελτιώσουν την παραγωγικότητα των επιχειρήσεων, αξιοποιώντας με τον καλύτερο δυνατό τρόπο τις κεφαλαιακές εισροές του οικονομικού κυκλώματος.

Το φαινόμενο των συγχωνεύσεων εντάθηκε τα τελευταία χρόνια στο εξωτερικό αλλά και στην χώρα μας και αποτέλεσε θέμα ακαδημαϊκής, καθώς και πρακτικής έρευνας. Το ζητούμενο ήταν να μπορέσουν οι επιχειρήσεις να αξιολογήσουν ορθά το ενδεχόμενο μιας συγχώνευσης, ώστε η πράξη αυτή να αποβεί ωφέλιμη για τη μελλοντική λειτουργία τους. Μέσα σε αυτόν το χώρο δραστηριοποιούνται πλήθος επαγγελματιών αναλυτών, οι οποίοι είναι υπεύθυνοι στο να αξιολογούν και να συμβουλεύουν τις εταιρείες που προτίθενται να συγχωνευθούν. Το παρελθόν τελικά απέδειξε ότι αυτή η δραστηριότητα είναι τέχνη όσο και επιστήμη, καθώς χρειάζεται επιστημονικές γνώσεις αλλά και προσωπική διαίσθηση.

Στο κεφάλαιο αυτό θα αναλυθούν οι όροι της συγχώνευσης, της συνένωσης, καθώς και της εξαγοράς. Παρουσιάζονται επίσης οι τρεις τύποι συγχωνεύσεων, που είναι η κάθετη, η οριζόντια και η ασυσχέτιστη διαφοροποίηση. Στη συνέχεια, επισημαίνονται τα κίνητρα που οδηγούν τις εταιρείες στην πράξη της συγχώνευσης ή της εξαγοράς, ενώ αναλύονται και οι τρόποι χρηματοδότησης μιας συγχώνευσης. Επιπρόσθετα, αναφέρεται ο ρόλος που παίζει η ειδική ομάδα επαγγελματιών, όπως δικηγόρων, λογιστών

Κεφάλαιο 1: Αρχές συγχωνεύσεων και εξαγορών

και άλλων, οι οποίοι ασχολούνται με το θέμα της συγχώνευσης μεταξύ επιχειρήσεων, όταν εκείνη είναι σε στάδιο υλοποίησης. Αυτή η ομάδα παίζει σημαντικό ρόλο στις διαπραγματεύσεις που θα γίνουν σε συνεργασία με το διοικητικό συμβούλιο κάθε εταιρείας, καθώς και στην αποτίμηση της αξίας της εταιρείας. Τέλος, αναφέρονται ορισμένοι εναλλακτικοί τρόποι συγχώνευσης και άλλοι επιχειρηματικοί συνδυασμοί.

1.2 ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ ΚΑΙ ΣΥΝΕΝΩΣΗ

Μια συγχώνευση (merger) είναι ο συνδυασμός δυο εταιρειών, σύμφωνα με τον οποίο μια μόνο εταιρεία επιβιώνει, ενώ η άλλη παύει να υπάρχει και η εταιρεία που επικρατεί αναλαμβάνει το ενεργητικό και το παθητικό της συγχωνευόμενης εταιρείας. Σε αυτή την περίπτωση είναι πιθανόν να συναντήσει κανείς τον όρο θεσμική συγχώνευση. Η θεσμική συγχώνευση διαφέρει από τη συγχώνευση θυγατρικών, όπου, από τις δυο εταιρείες, η εταιρεία στόχος μετατρέπεται σε θυγατρική ή μέρος μιας θυγατρικής της μητρικής εταιρείας.

Η συγχώνευση διαφέρει από τη συνένωση (consolidation), καθώς η δεύτερη είναι ένας επιχειρηματικός συνδυασμός δυο ή περισσότερων εταιρειών που ενώνονται για να δημιουργήσουν μια εντελώς νέα εταιρεία. Όλες οι συνενοούμενες εταιρείες διαλύονται και μόνο η νέα ενότητα συνεχίζει να λειτουργεί. Σε μια συνένωση οι αρχικές εταιρείες παύουν να υπάρχουν και μέτοχοί τους γίνονται μέτοχοι της νέας εταιρείας. Ένας τρόπος για να φανεί η

Κεφάλαιο 1: Αρχές συγχωνεύσεων και εξαγορών

διαφορά μεταξύ της συγχώνευσης και της συνένωσης είναι ο ακόλουθος. Σε μια συγχώνευση δυο εταιρειών A και B το αποτέλεσμα είναι η εταιρεία A να επικρατεί, δηλαδή πιο παραστατικά $A + B = A$, όπου B είναι η συγχωνευόμενη από την A εταιρεία, ενώ σε μια συνένωση προκύπτει μια νέα εταιρεία Γ, δηλαδή $A + B = \Gamma$. Παρά τις διαφορές μεταξύ τους, οι όροι συγχώνευση και συνένωση χρησιμοποιούνται πολλές φορές εναλλακτικά. Γενικά, όταν το μέγεθος των εταιρειών που συνδυάζονται είναι περίπου το ίδιο μιλάμε για συνένωση, ενώ όταν οι δυο εταιρείες διαφέρουν σημαντικά στο μέγεθος μιλάμε για συγχώνευση. Στην πράξη όμως, αυτός ο διαχωρισμός συγχέεται, καθώς ο όρος συγχώνευση χρησιμοποιείται για το συνδυασμό εταιρειών που έχουν είτε ίσα είτε άνισα μεγέθη.

Τέλος, ένας άλλος όρος που χρησιμοποιείται συχνά στην πράξη είναι η εξαγορά επιχείρησης και αναφέρεται στην περίπτωση κατά την οποία μια εταιρεία ή ένας όμιλος εταιρειών αναλαμβάνει τον έλεγχο μιας άλλης επιχείρησης μετά από συμφωνία των εμπλεκομένων μερών. Η εξαγορά μπορεί να είναι ολική ή μερική. Στην πρώτη περίπτωση, η εξαγοράστρια εταιρεία αποκτά την πλήρη κυριότητα και τον αποκλειστικό έλεγχο της προς εξαγορά επιχείρησης, ενώ στη δεύτερη, η εξαγοράστρια επιχείρηση κατέχει ένα μέρος της εταιρείας στόχου, χωρίς όμως αυτό να σημαίνει ότι αποκτά απαραίτητα τον έλεγχο της άλλης εταιρείας. Η εξαγορά εταιρειών λαμβάνει συνήθως χώρα μεταξύ εταιρειών άνισου μεγέθους.

1.3 ΤΡΟΠΟΙ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗΣ ΜΕΓΕΘΥΝΣΗΣ

Αναμφίβολα, οι πλέον διαδεδομένες επιχειρηματικές στρατηγικές που ακολουθούνται από τις εταιρείες είναι εκείνες που είναι σχεδιασμένες να πετυχαίνουν αύξηση στις πωλήσεις, στο ενεργητικό και στα κέρδη. Αυτές οι στρατηγικές που στοχεύουν στα παραπάνω είναι οι στρατηγικές μεγέθυνσης και διακρίνονται σε εκείνες της συγκέντρωσης (concentration), όταν αφορούν μια γραμμή παραγωγής ή έναν κλάδο και σε εκείνες της διαφοροποίησης (conglomerate mergers), όταν αφορούν άλλα προϊόντα ή άλλους κλάδους. Το τελευταίο μπορεί να πραγματοποιηθεί εσωτερικά, επενδύοντας στην ανάπτυξη ενός νέου προϊόντος ή εξωτερικά μέσα από συγχωνεύσεις, εξαγορές ή και στρατηγικές συμμαχίες. Γενικά, μπορούμε να πούμε ότι στις στρατηγικές συγκέντρωσης υπάγονται η οριζόντια και η κάθετη ολοκλήρωση, ενώ στις στρατηγικές διαφοροποίησης υπάγεται η ασυσχέτιστη διαφοροποίηση μέσω των συγχωνεύσεων. Πιο συγκεκριμένα :

- Ø Οι *οριζόντιες συγχωνεύσεις* (horizontal mergers) συμβαίνουν όταν δυο ανταγωνιστικές εταιρείες ενώνονται. Το γεγονός αυτό θα μπορούσε να οδηγήσει σταδιακά σε κατάργηση του ανταγωνισμού και εδραίωση του μονοπωλίου. Οι οριζόντιες συγχωνεύσεις αποτελούν έναν άμεσο και γρήγορο τρόπο για την είσοδο μιας επιχείρησης σε μια νέα αγορά. Τα κυριότερα πλεονεκτήματα της οριζόντιας συγχώνευσης είναι ο συνεχώς μειούμενος ανταγωνισμός στις αγορές που δραστηριοποιείται η νέα εταιρεία, η αδιάκοπη

Κεφάλαιο 1: Αρχές συγχωνεύσεων και εξαγορών

διεύρυνση του χαρτοφυλακίου αγαθών και υπηρεσιών της εταιρείας, καθώς και η παράλληλη διαφοροποίηση της ποιότητας των τελικών προϊόντων.

- Ø Οι *κάθετες συγχωνεύσεις* (vertical mergers) συμβαίνουν μεταξύ εταιρειών που έχουν σχέση πωλητή - αγοραστή. Η κάθετη συγχώνευση προς τα εμπρός ουσιαστικά αποτελεί ένα μηχανισμό για τη διατήρηση των εμπορικών κερδών μέσα στην επιχείρηση, με την παράλληλη αποφυγή της διαρροής των κερδών της προς εμπορικούς συνεργάτες και μεσάζοντες της παραγωγικής διαδικασίας. Αντίθετα, η κάθετη συγχώνευση προς τα πίσω παρέχει τη δυνατότητα στην επιχείρηση να αναλάβει δραστηριότητες που ως εκείνη τη στιγμή αποτελούσαν προστάδιο της παραγωγικής της διαδικασίας. Η κάθετη ολοκλήρωση δημιουργεί στην επιχείρηση μια δυνατότητα ελιγμού και ευελιξίας τόσο σε θέματα ποιότητας όσο και ποιοτικού ελέγχου των επιμέρους ενδιάμεσων προϊόντων. Ο συνδυασμός των δυο αυτών διαφορετικών τεχνικών συγχώνευσης είναι δυνατόν να οδηγήσει σε οικονομίες κλίμακας.
- Ø Οι *συγχωνεύσεις ασυσχέτιστης διαφοροποίησης* (conglomerate mergers) συμβαίνουν όταν οι εταιρείες δεν είναι ανταγωνιστικές και δεν έχουν σχέση πωλητή αγοραστή, αλλά δραστηριοποιούνται σε εντελώς διαφορετικούς επιχειρηματικούς χώρους. Μια επιχείρηση δηλαδή εισέρχεται σε έναν εντελώς νέο κλάδο ή σε ένα εντελώς νέο προϊόν ή υπηρεσία. Κατά συνέπεια, απευθύνεται σε μια πλήρως

Κεφάλαιο 1: Αρχές συγχωνεύσεων και εξαγορών

νέα αγορά, αναλαμβάνοντας και τον κίνδυνο της αβεβαιότητας αναφορικά με την εξέλιξη της επένδυσης.

Καθώς όμως το επιχειρηματικό περιβάλλον λειτουργεί δυναμικά και η τεχνολογία εξελίσσεται ταχέως, έχει γίνει δύσκολη η αποσαφήνιση του εάν ο εξαγοραστής δραστηριοποιείται στον ίδιο χώρο με το στόχο και, επομένως, ο διαχωρισμός του εάν πρόκειται για στρατηγική συγκέντρωσης ή διαφοροποίησης. Βέβαια, το μεγαλύτερο μειονέκτημα που εμπεριέχει μια συγχώνευση με χαρακτήρα διαφοροποίησης είναι ότι αν η διοίκηση των εταιρειών παραμείνει η ίδια, ενδέχεται να έχει σημαντικές ελλείψεις. Το γεγονός αυτό θα συμβεί διότι η νέα επιχειρηματική δραστηριότητα θα κινείται σε χώρους εκτός του γνωστικού αντικειμένου και εμπειρίας της παλιάς διοίκησης.

1.4 ΑΙΤΙΕΣ ΠΟΥ ΟΔΗΓΟΥΝ ΣΕ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ

Υπάρχουν πολλά πιθανά κίνητρα που μπορούν να οδηγήσουν μια εταιρεία σε συγχώνευση ή σε εξαγορά. Ένα από τα πιο κοινά κίνητρα είναι εκείνο της μεγέθυνσης. Η απόκτηση μιας εταιρείας που δραστηριοποιείται σε μια ορισμένη γραμμή παραγωγής ή σε μια ορισμένη γεωγραφική περιοχή, στην οποία μια άλλη εταιρεία θέλει να επεκταθεί, μπορεί να είναι ο γρηγορότερος τρόπος επέκτασης σε σχέση με την πραγματοποίηση της εσωτερικής ανάπτυξης. Ωστόσο, μια εξαγορά μπορεί να είναι μέρος ενός προγράμματος

Κεφάλαιο 1: Αρχές συγχωνεύσεων και εξαγορών

διαφοροποίησης που θα επιτρέψει στην εταιρεία να εισέλθει σε νέους επιχειρηματικούς χώρους.

Μια από τις επιδιώξεις των εταιρειών, που υιοθετούν τη στρατηγική μεγέθυνσης μέσω των συγχωνεύσεων, είναι οι επικερδείς απόρροιες συνέργιας που έχει μια συγχώνευση. Η συνέργια υφίσταται όταν το άθροισμα των μερών είναι πιο παραγωγικό και πολύτιμο από ότι τα ίδια μέρη χωριστά. Η συνέργια, δηλαδή, δημιουργεί αληθινά καθαρά οφέλη στην ενοποιημένη επιχείρηση, ωθώντας την αξία των δυο εταιρειών να είναι μεγαλύτερη από το επιμέρους άθροισμα των δυο εταιρειών – μερών.

Χρηματοοικονομικοί παράγοντες, επίσης, μπορούν να υποκινήσουν συγχωνεύσεις και εξαγορές. Για παράδειγμα, μια χρηματοοικονομική ανάλυση της εταιρείας εξαγοραστή μπορεί να αποκαλύψει ότι η εταιρεία στόχος είναι υποτιμημένη. Αυτό σημαίνει ότι η αξία που προσφέρει η εταιρεία αγοραστής είναι υψηλότερη από εκείνη που δίνεται στην αγορά για την εταιρεία στόχο, ακόμα κι αν στην τιμή που προσφέρει η εταιρεία εξαγοραστής έχει προστεθεί το επιπλέον ποσό που συνηθίζεται να δίνεται.

Σε γενικές γραμμές, επομένως, μπορούμε να πούμε ότι μια εταιρεία μπορεί να αποτελέσει αντικείμενο συγχώνευσης όταν μια δεύτερη επιχείρηση διαπιστώσει ότι είναι σε θέση να δημιουργήσει αξία για τις δραστηριότητες της πρώτης, τέτοια ώστε να τη συμφέρει να πραγματοποιήσει μια τέτοιου είδους επένδυση. Η εν λόγω αξιολόγηση βέβαια είναι μια αρκετά επίπονη διαδικασία που επηρεάζεται από πολλούς ενδογενείς, για τις επιχειρήσεις, αλλά και εξωγενείς, για το συνολικό επιχειρηματικό περιβάλλον δραστηριοποίησης των επιχειρήσεων αυτών, παράγοντες.

1.5 ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΕΣ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ

Όταν μια εταιρεία προτίθεται να πραγματοποιήσει μια συγχώνευση ή εξαγορά για να επεκτείνει τις δραστηριότητές της, θα πρέπει αρχικά να εξετάσει το χώρο στον οποίο θέλει να δραστηριοποιηθεί. Λέγοντας χώρο εννοούμε τον κλάδο, αν θα παραμείνει δηλαδή στον ίδιο κλάδο ή όχι, και βέβαια την αγορά στην οποία θα απευθυνθεί. Το συνηθέστερο είναι ότι μέσα από αυτή την έρευνα, η εταιρεία θα καταλήξει σε έναν αριθμό υποψήφιων εταιρειών στόχων. Αυτές θα πρέπει να αξιολογηθούν ως προς το αν ανταποκρίνονται στη στρατηγική την οποία θέλει εκείνη να ακολουθήσει και από εκεί και πέρα θα πρέπει να προσδιοριστεί το κατά πόσο οι προτεινόμενες αποτελούν συμφέρουσες επιλογές.

Είναι φανερό επομένως ότι η πραγματοποίηση μιας συγχώνευσης ή μιας εξαγοράς, από την προκαταρκτική έρευνα έως και τη φάση υλοποίησης της, είναι μια περίπλοκη διαδικασία. Ορισμένες εταιρείες είναι πιθανόν να έχουν το κατάλληλο υπόβαθρο για να αντεπεξέλθουν, έχοντας δηλαδή στη διάθεσή τους έμπειρα στελέχη ειδικά καταρτισμένα στον τομέα αυτό. Αρκετές όμως είναι εκείνες οι εταιρείες που απευθύνονται σε συμβούλους επιχειρήσεων για να τις καθοδηγήσουν επί του θέματος.

Λόγω του ότι μια συγχώνευση είναι ένα αρκετά πολύπλοκο επιχειρηματικό εγχείρημα, πολλοί είναι εκείνοι που θα εμπλακούν σε αυτή. Οι πρώτοι που εμπλέκονται σε μια συγχώνευση ή μια εξαγορά είναι τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου, οι οποίοι, είναι πιθανόν να μην έχουν την πείρα, την

Κεφάλαιο 1: Αρχές συγχωνεύσεων και εξαγορών

επιστημονική γνώση και την εξειδίκευση για να υποστηρίξουν μια τέτοια διαδικασία. Έτσι, είναι σύνηθες οι εταιρείες να αναθέτουν την παρακολούθηση αυτής της διαδικασίας σε ειδικούς επαγγελματίες που έχουν πείρα και γνώσεις πάνω σε τέτοιου τύπου επιχειρηματικές διαδικασίες, όπως προαναφέρθηκε. Αυτοί οι επαγγελματίες προσδιορίζουν εάν η εταιρεία στόχος είναι συμφέρουσα επιλογή συγχώνευσης και αποτιμούν την αξία των μετοχών της, προκειμένου να γίνει εφικτή η συναλλαγή. Η αποτίμηση είναι μια διαδικασία, το τελικό αποτέλεσμα της οποίας θα πρέπει να βρίσκει σύμφωνες και τις δυο εμπλεκόμενες πλευρές. Ένα άλλο θέμα που θα πρέπει να εξετασθεί από τις εταιρείες είναι το μέσο ανταλλαγής που θα χρησιμοποιηθεί, δηλαδή εάν θα χρησιμοποιηθούν μετοχές ή μετρητά. Όταν τελικά όλες οι πραγματοποιούμενες διαδικασίες οδηγήσουν στο συμπέρασμα ότι η συγχώνευση θα υλοποιηθεί, τότε ακολουθεί υποχρεωτικά μια επίσημη κοινοποίηση στην αγορά για την επικείμενη συγχώνευση. Στη συνέχεια, εξετάζονται πιο αναλυτικά τα εμπλεκόμενα πρόσωπα και φορείς στην εν λόγω διαδικασία.

1.5.1 ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ

Η χρηματοδότηση μιας συγχώνευσης (merger financing) μπορεί να γίνει με πολλούς τρόπους. Κατά τη διεξαγωγή της είναι δυνατή η χρήση μετρητών, χρεογράφων ή και συνδυασμού των δυο. Οι δοσοληψίες με χρεόγραφα ενδέχεται να περιλαμβάνουν μετοχές της εταιρείας αγοραστή, αλλά και άλλου είδους χρεόγραφα, όπως ομολογίες. Οι μετοχές που συναλλάσσονται είναι

Κεφάλαιο 1: Αρχές συγχωνεύσεων και εξαγορών

είτε κοινές είτε προνομιούχες. Επίσης, μπορεί να είναι εγγεγραμμένες, κάτι που σημαίνει ότι μπορούν να διακινηθούν ελεύθερα στο χρηματιστήριο ή να είναι περιορισμένες, πράγμα που σημαίνει ότι δεν μπορούν να πωληθούν δημόσια, αν και είναι επιτρεπτές οι ιδιωτικές αγοραπωλησίες τους μεταξύ περιορισμένου αριθμού αγοραστών, όπως είναι οι θεσμικοί επενδυτές.

Οι συναλλαγές με μετοχές μπορούν να προσφέρουν στον πωλητή ορισμένα φορολογικά οφέλη, τα οποία στερούνται οι συναλλαγές με μετρητά. Ωστόσο, οι δοσοληψίες με χρεόγραφα προαπαιτούν τη συμφωνία και των δυο πλευρών επί της αξίας των χρεογράφων. Το γεγονός αυτό είναι δυνατόν να δημιουργήσει αβεβαιότητα δίνοντας πλεονεκτική θέση στα μετρητά από την πλευρά του πωλητή. Σε μεγάλες αγοραπωλησίες, κάθε χρηματική αμοιβή ενδέχεται να οδηγήσει τον πλειοδότη σε χρέη, τα οποία με τη σειρά τους να φέρουν ανεπιθύμητες συνέπειες ρίσκου.

1.5.2 ΔΑΝΕΙΣΜΟΣ ΓΙΑ ΕΞΑΓΟΡΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ

Ο δανεισμός για την εξαγορά μιας εταιρείας (leveraged buyout - LBO) είναι ένας τρόπος μεγέθυνσης της εταιρείας μέσω της αύξησης του τραπεζικού της δανεισμού, με σκοπό την άντληση κεφαλαίων για συγχωνεύσεις και εξαγορές. Αποτελεί έναν επιθετικό τρόπο ανάπτυξης της εταιρείας και των μεγεθών της με παράλληλη ανάληψη ιδιαίτερα υψηλού ρίσκου. Για αυτό άλλωστε και οι δείκτες χρηματοοικονομικής μόχλευσης ωθούνται σε ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα, με έντονα αρνητικές συνέπειες σε περίπτωση αποτυχίας.

Κεφάλαιο 1: Αρχές συγχωνεύσεων και εξαγορών

Σε ένα LBO ο αγοραστής χρησιμοποιεί το χρέος για να χρηματοδοτήσει την εξαγορά μιας εταιρείας. Ο όρος χρησιμοποιείται για την εξαγορά δημόσιων εταιρειών, οι οποίες μετά την εξαγορά μετατρέπονται σε ιδιωτικές, καθώς όλα τα ίδια κεφάλαια αγοράζονται από μια ομάδα αγοραστών ή και ένα μεμονωμένο αγοραστή. Μια μορφή LBO είναι η «αγορά της διοίκησης» κατά την οποία ο αγοραστής της εταιρείας ή ενός μέρους της εταιρείας, γίνεται και ο διευθυντής.

1.5.3 ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΗ ΑΝΑΔΟΜΗΣΗ

Οι χρήστες του όρου επιχειρηματική αναδόμηση (corporate restructuring) αναφέρονται στο ξεπούλημα στοιχείων του ενεργητικού. Υπάρχουν εταιρείες οι οποίες απόκτησαν άλλες εταιρείες ή ανέπτυξαν νέα τμήματα μέσα από δραστηριότητες, όπως είναι η ανάπτυξη νέων προϊόντων. Αυτές οι επιχειρήσεις είναι πιθανόν ύστερα από μία ανασκόπηση να καταλήξουν στο συμπέρασμα ότι τα νέα ή διαφορετικά τμήματα δεν ταιριάζουν και δεν χωράνε πλέον στα σχέδια της εταιρείας. Η επιθυμία για την πώληση μερών μιας εταιρείας μπορεί να οφείλεται στη φτωχή απόδοση ενός τμήματος, σε επείγουσα χρηματοοικονομική ανάγκη ή σε μια αλλαγή στο στρατηγικό προσανατολισμό της εταιρείας. Για παράδειγμα, μια εταιρεία μπορεί να αποφασίσει να αφοσιωθεί στον πυρήνα των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων της και να ξεπουλήσει τις θυγατρικές της, οι οποίες λειτουργούν εκτός αυτού του πυρήνα.

Κεφάλαιο 1: Αρχές συγχωνεύσεων και εξαγορών

Μια άλλη μορφή επιχειρηματικής αναδόμησης είναι εκείνη που αφορά τον χρηματοοικονομικό τομέα και περιλαμβάνει αλλαγές στη δομή του κεφαλαίου της εταιρείας. Μια εταιρεία δηλαδή μπορεί να αυξήσει το επίπεδο δανειακών κεφαλαίων της για να μπορέσει να πραγματοποιήσει νέες επενδύσεις, με τελικό σκοπό όμως να αυξήσει το συντελεστή της χρηματοοικονομικής της μόχλευσης.

Ακολούθως αναφέρονται ορισμένα στάδια από τα οποία διέρχεται μια εταιρεία ενόψει μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς. Σημαντικός είναι επίσης και ο ρόλος των διαφόρων συνεργατών, εσωτερικών ή εξωτερικών, που εμπλέκονται στα στάδια πραγματοποίησης αυτής της διαδικασίας μέσα στα πλαίσια της συγχώνευσης ή της εξαγοράς.

Οι ειδικοί στις συγχωνεύσεις

Όταν μια εταιρεία αποφασίσει ότι θέλει να πραγματοποιήσει μια συγχώνευση, χρησιμοποιεί τις υπηρεσίες εξωτερικών συνεργατών, ειδικών επί του θέματος. Αυτή η ομάδα ειδικών συνεργατών συνήθως περιλαμβάνει επαγγελματίες που δραστηριοποιούνται στον τραπεζικό χώρο επί των επενδύσεων, όπως επίσης και δικηγόρους, λογιστές, καθώς και ειδικούς στην αποτίμηση αξίας εταιρειών.

Οι επαγγελματίες που δραστηριοποιούνται στον τραπεζικό χώρο μπορούν να προσφέρουν αρκετές υπηρεσίες, όπως είναι η βοήθεια για την επιλογή της εταιρείας στόχου, η αποτίμηση της αξίας της δεδομένης εταιρείας, η καθοδήγηση επί της υιοθετούμενης στρατηγικής κ.α. Όπως προαναφέρθηκε, μια εταιρεία, προκειμένου να αποκτήσει το απαραίτητο κεφάλαιο για να

Κεφάλαιο 1: Αρχές συγχωνεύσεων και εξαγορών

πραγματοποιήσει μία συγχώνευση, είναι πιθανόν να πρέπει να δανειστεί από μία τράπεζα επενδύσεων, όπου οι αντίστοιχοι επαγγελματίες του τραπεζικού χώρου θα καθοδηγήσουν την εταιρεία σε αυτό τον τομέα.

Οι τράπεζες επενδύσεων συχνά αντιμετωπίζουν συγκρούσεις στα εσωτερικά τους τμήματα, τα οποία μπορεί να παίζουν πολύ διαφορετικούς ρόλους κατά τη διάρκεια διεξαγωγής μιας συγχώνευσης. Τέτοια τμήματα είναι για παράδειγμα το τμήμα διαιτησίας, όπου συγκεντρώνονται οι μετοχές εταιρειών, οι οποίες ενδέχεται να εξαγοραστούν. Η αγορά βέβαια μετοχών μιας δημόσιας εταιρείας μπορεί να γίνει σε οποιαδήποτε στιγμή, εφόσον υπάρχουν διαθέσιμες μετοχές προς πώληση στο χρηματιστήριο. Εάν αγοραστούν μετοχές πριν η αγορά πεισθεί ότι η δεδομένη εταιρεία πρόκειται να εξαγορασθεί, η συναλλαγή θα πραγματοποιηθεί σε μια τιμή σημαντικά χαμηλότερη από εκείνη που θα είχαν οι μετοχές της εταιρείας κατά την εξαγορά. Αυτό συμβαίνει κατ' αρχάς διότι ενόψει μιας εξαγοράς η τιμή της μετοχής επιβαρύνεται και από ένα πριμ πάνω από την τιμή στην οποία διαπραγματευόταν έως τότε η συγκεκριμένη μετοχή. Οι διαιτητές επομένως θα μπορούσαν να επωφεληθούν από τη γνώση που έχουν για μια μελλοντική συγχώνευση και να αγοράσουν μετοχές της δεδομένης εταιρείας πριν γίνει η κοινοποίηση του θέματος στην αγορά και κατ' αυτόν τον τρόπο να αγοράσουν απλά μετοχές στην τρέχουσα τιμή πώλησης τους, χωρίς αυτή να έχει επιβαρυνθεί από το πριμ ή από τις ανοδικές πιέσεις της αγοράς. Κατά συνέπεια, όταν μια τράπεζα επενδύσεων συμβουλεύει έναν πελάτη για μια πιθανή εξαγορά είναι απαραίτητο να υπάρχει εχεμύθεια μεταξύ του τμήματος διαιτησίας και των συμβούλων που δουλεύουν άμεσα με τον πελάτη.

Κεφάλαιο 1: Αρχές συγχωνεύσεων και εξαγορών

Δεδομένης της πολυπλοκότητας του νομικού περιβάλλοντος των συγχωνεύσεων και των εξαγορών, οι δικηγόροι έχουν αναλάβει έναν επίσης πολύ σημαντικό ρόλο για την επιτυχή διεξαγωγή τους. Οι εταιρείες νομικών συμβούλων έχουν τη δύναμη να κατευθύνουν μια εξαγορά σε φιλικό ή εχθρικό επίπεδο, καθώς μέρος της εμφανιζόμενης αντίστασης της εταιρείας στόχου μπορεί να προκληθεί από τους χειρισμούς των δικηγόρων.

Οι λογιστές αναλαμβάνουν επίσης έναν εξίσου σημαντικό ρόλο στις εξαγορές και στις συγχωνεύσεις, πραγματοποιώντας τις απαραίτητες λογιστικές εργασίες. Επιπρόσθετα, οι λογιστές πραγματοποιούν και άλλες λειτουργίες, όπως είναι η προετοιμασία λογιστικών καταστάσεων βασισμένων σε υποθετικά σενάρια της διοίκησης ή των ειδικών συμβούλων.

Πρέπει να αναφερθεί τέλος ότι μια άλλη ομάδα ειδικών επαγγελματιών, που προσφέρει σημαντικές υπηρεσίες κατά τις συγχωνεύσεις ή τις εξαγορές, είναι οι ειδικοί αποτίμησης. Αυτοί προσλαμβάνονται είτε από την εταιρεία πλειοδότη είτε από την εταιρεία στόχο για την αποτίμηση της εταιρείας. Η αξία που θα δοθεί εξαρτάται από τις διάφορες παραδοχές που θα τεθούν. Έτσι, οι ειδικοί αυτοί είναι πιθανόν να δημιουργήσουν ένα μοντέλο το οποίο να εμπεριέχει διάφορες παραδοχές, όπως το ρυθμό αύξησης των εσόδων ή του κόστους, στοιχεία τα οποία μπορεί και να καταργηθούν μετά από μια συμφωνία. Καθώς αυτές και άλλες παραδοχές αλλάζουν, η απορρέουσα αξία μπορεί επίσης να αλλάξει.

Η διαδικασία αποδοχής της συγχώνευσης

Οι περισσότερες συγχωνεύσεις και εξαγορές διαπραγματεύονται σε ένα φιλικό περιβάλλον. Η διαδικασία συνήθως ξεκινάει όταν η διοίκηση της εξαγοράστριας εταιρείας έρχεται σε επαφή με τη διοίκηση της εταιρείας στόχου, γεγονός που γίνεται συχνά μέσω των υπευθύνων για τις επενδύσεις κάθε εταιρείας. Η διοίκηση και των δυο εταιρειών πρέπει να κρατά ενήμερο το διοικητικό συμβούλιο, καθώς οι συγχωνεύσεις συνήθως προϋποθέτουν την συγκατάθεση του διοικητικού συμβουλίου. Μερικές φορές αυτή η διαδικασία βαίνει ομαλά και οδηγεί σε μια γρήγορη συμφωνία συγχώνευσης. Σε άλλες περιπτώσεις, οι φιλικές διαπραγματεύσεις μπορεί να διαλυθούν, οδηγώντας στη λήξη της πλειοδοσίας ή σε εχθρική εξαγορά.

Διαπραγματεύσεις συγχωνεύσεων

Με εξαίρεση τις εχθρικές συναλλαγές, οι συγχωνεύσεις είναι προϊόν διαπραγματεύσεων μεταξύ των διοικήσεων των συγχωνευόμενων εταιρειών. Η εταιρεία που κάνει την προσφορά έρχεται συνήθως σε επαφή με την εταιρεία στόχο για να ερευνήσει εάν η τελευταία είναι προς πώληση και για να εκφράσει την επιθυμία αγοράς του στόχου. Αυτό το ενδιαφέρον είναι το αποτέλεσμα διεξοδικής έρευνας για την εύρεση των κατάλληλων υποψηφίων εταιρειών προς εξαγορά. Ωστόσο, θα μπορούσε εξίσου να είναι εκδήλωση ενδιαφέροντος από την επενδυτική τράπεζα της εταιρείας εξαγοραστή, ως επενδυτική πρόταση που θα ταίριαζε στην εταιρεία. Για μικρής κλίμακας

Κεφάλαιο 1: Αρχές συγχωνεύσεων και εξαγορών

συγχωνεύσεις, αυτός ο μεσάζων θα μπορούσε να είναι και ένας χρηματομεσίτης.

Η ανάλυση αποτίμησης της αξίας της εταιρείας στόχου θα πρέπει να πραγματοποιείται και από την ίδια, καθώς και από την εταιρεία εξαγοραστή. Αυτές οι δυο αποτιμήσεις είναι πιθανόν να διαφέρουν μεταξύ τους λόγω διαφορετικής χρήσης του ενεργητικού της εταιρείας στόχου ή διαφορετικών απόψεων περί της ανάπτυξης της εταιρείας στόχου. Εάν ο στόχος πιστεύει ότι αξίζει περισσότερο από όσα ο αγοραστής είναι διατεθειμένος να πληρώσει, όταν υπάρχει δηλαδή ασυμφωνία μεταξύ των αποτιμήσεων που πραγματοποιήθηκαν από τις δυο πλευρές, τότε μια φιλική συναλλαγή μπορεί να είναι αδύνατη. Η συναλλαγή γίνεται δυνατή βέβαια στην περίπτωση κατά την οποία η εταιρεία στόχος ενδιαφέρεται να πουλήσει και οι δυο πλευρές μπορούν να φθάσουν σε μια συμφωνία επί της τιμής. Υπάρχουν και μερικοί άλλοι σημαντικοί παράγοντες, όπως είναι η λήψη έγκρισης για χρηματοοικονομικά και ρυθμιστικά θέματα, που πρέπει να έχουν ληφθεί υπ' όψιν πριν την ολοκλήρωση της συναλλαγής.

Κοινοποίηση των διαπραγματεύσεων συγχώνευσης

Η αγορά είναι πιθανόν να εξαπατηθεί μέσω της διασποράς ανακριβειών και παραπλανητικών πληροφοριών σχετικά με το ενδεχόμενο πραγματοποίησης μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς, οι οποίες μπορεί να βρίσκονται ακόμη σε πολύ πρώιμο στάδιο. Ο ακριβής χρόνος για την κοινοποίηση στο επενδυτικό κοινό της προοπτικής μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς δεν είναι σαφώς

Κεφάλαιο 1: Αρχές συγχωνεύσεων και εξαγορών

ορισμένος. Πολλές φορές μια εταιρεία μπορεί να οδηγηθεί στην ανακοίνωση, πιεσμένη από τις πιθανολογίες που διαδίδονται στην αγορά. Η εταιρεία έχει δηλαδή την υποχρέωση να διεξάγει μια προγραμματισμένη ανακοίνωση, όταν γίνει φανερό ότι η μυστικότητα λειτουργεί επικίνδυνα ή όταν προηγούμενες ανακοινώσεις της εταιρείας έχουν πάψει να ισχύουν.

Μετά την διαρροή μιας πληροφορίας για πιθανή συγχώνευση ή εξαγορά μιας εταιρείας, η αγορά θα αντιδράσει. Η αντίδραση αυτή θα επιφέρει μεταβολές στην τιμή των μετοχών των εμπλεκόμενων εταιρειών και ιδιαίτερα της εταιρείας στόχου, επηρεάζοντας έτσι την τιμή όπου ορίζεται η συναλλαγή εξαγοράς.

Ειδική επιτροπή του διοικητικού συμβουλίου

Το διοικητικό συμβούλιο μπορεί να επιλέξει εσωτερικά και να δημιουργήσει μια ειδική επιτροπή για την αξιολόγηση της πρότασης συγχώνευσης. Οι διευθυντές οι οποίοι θα μπορούσαν να επωφεληθούν από την συγχώνευση, γεγονός το οποίο λαμβάνει χώρα όταν η πρόταση περιλαμβάνει προμήθειες τις οποίες οι διευθυντές ενδέχεται να εκμεταλλευθούν, δεν πρέπει να συμπεριληφθούν στην επιτροπή. Όσο πολυπλοκότερη είναι μια συναλλαγή τόσο πιθανότερη γίνεται η δημιουργία μιας τέτοιας επιτροπής. Αυτή η επιτροπή πρέπει να αναζητήσει νομική βοήθεια για να διαφυλάξει τη δικαιοσύνη στην συναλλαγή καθώς και άλλα νομικά θέματα. Επίσης, η επιτροπή, όπως και το διοικητικό συμβούλιο, πρέπει να λάβουν με προσοχή

Κεφάλαιο 1: Αρχές συγχωνεύσεων και εξαγορών

υπ' όψιν όλες τις πλευρές της δοσοληψίας, δεδομένου ότι η διαδικασία λήψης αποφάσεων είναι δυνατόν να διερευνηθεί δικαστικά.

Εταιρείες αποτίμησης

Είναι σύνηθες, το συμβούλιο να διατηρεί συνεργασία με μια εξωτερική εταιρεία αποτίμησης, όπως είναι μια τράπεζα επενδύσεων ή μια εταιρεία που ειδικεύεται σε αποτιμήσεις εταιρειών, για να αξιολογήσει τους όρους και την τιμή της συναλλαγής. Αυτή η εταιρεία είναι σε θέση να συμβουλεύσει για το αν η προσφορά κυμαίνεται σε πλαίσια τα οποία θεωρεί ακριβή και σωστά, ενώ παράλληλα υποχρεούται να δηλώσει τι ακριβώς ερευνήθηκε και εξακριβώθηκε και τι όχι. Επίσης, θα πρέπει να παρουσιαστεί η αμοιβή της εταιρείας, όπως και κάθε είδους αντιπαλότητα που ενδεχομένως εκδηλώθηκε.

Όταν η συναλλαγή έχει φθάσει στο σημείο συμφωνίας, τίθεται στην κρίση των μετόχων που την αξιολογούν μέσω της ψήφου τους. Το ακριβές ποσοστό που είναι απαραίτητο για την αποδοχή από τους μετόχους εξαρτάται από τους κανονισμούς της εταιρείας και του κράτους. Μετά την αποδοχή, κάθε εταιρεία αρχειοθετεί τα απαραίτητα έγγραφα στις τοπικές αρχές όπου ανήκει η εταιρεία. Όταν τα παραπάνω πραγματοποιηθούν και γίνει η ανταλλαγή αμοιβής, η συναλλαγή έχει ολοκληρωθεί.

Σύντομη διαμόρφωση συγχώνευσης

Μια συγχώνευση με συνοπτικές διαδικασίες μπορεί να πραγματοποιηθεί όταν η συγκατάθεση των μετόχων δεν είναι απαραίτητη. Η συγκατάθεση των μετόχων μπορεί να παραληφθεί όταν οι μετοχές της επιχείρησης είναι συγκεντρωμένες στα χέρια μιας μικρής ομάδας, όπως της διοίκησης, η οποία και πρωταγωνιστεί στην πραγματοποίηση της συγχώνευσης. Ορισμένες νομοθεσίες είναι δυνατόν να επιτρέπουν την πραγματοποίηση της συναλλαγής χωρίς να είναι απαραίτητη η έγκριση των υπόλοιπων μετόχων. Το διοικητικό συμβούλιο απλά αποφασίζει και εγκρίνει τη συγχώνευση. Μια σύντομη συγχώνευση μπορεί να γίνει όταν το ποσοστό των μετοχών που κατέχει η αναμειγνυόμενη ομάδα στη συγχώνευση είναι πάνω από κάποιο επίπεδο, το οποίο καθορίζεται από την νομοθεσία κάθε κράτους.

Μεταχείριση των αντιγνωμόντων μετόχων σε μια συγχώνευση

Η πλειοψηφία των μετόχων πρέπει να δώσει την έγκρισή της για την πραγματοποίηση μιας συγχώνευσης. Το κατώφλι του ποσοστού του 51% είναι και το πιο σύνηθες. Όταν η πλειοψηφία εγκρίνει τη συναλλαγή, η μειοψηφία των μετόχων που δε συμφωνούν είναι υποχρεωμένη να προσφέρει τις μετοχές της. Αυτή η απαίτηση της ύπαρξης πλειοψηφίας είναι σχεδιασμένη για την αποφυγή δημιουργίας κωλύματος της δοσοληψίας από τους διαφωνούντες, οι οποίοι θα μπορούσαν να απαιτήσουν αποζημίωση για τις μετοχές τους πάνω από την τιμή εξαγοράς που συμφωνήθηκε.

Κεφάλαιο 1: Αρχές συγχωνεύσεων και εξαγορών

Ασφαλώς, τα παραπάνω δεν σημαίνουν ότι οι αντιγνωμούντες μέτοχοι δεν έχουν δικαιώματα. Έχουν μάλιστα τη δυνατότητα προσφυγής στο δικαστήριο, εάν πιστεύουν ότι οι μετοχές τους αξίζουν πολύ περισσότερο από ότι προβλέπεται στους όρους της συγχώνευσης. Βέβαια, αυτή η προσφυγή πρέπει να πραγματοποιηθεί μέσα σε ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα. Εάν οι απαιτήσεις τους τελικά δικαιωθούν, τότε οι αντιγνωμούντες μέτοχοι θα εισπράξουν τη διαφορά μεταξύ της «δίκαιας» τιμής που υποστηρίζουν ότι αξίζουν οι μετοχές τους και του ποσού που είχαν εισπράξει κατά την πραγματοποίηση της συγχώνευσης. Είναι αναμενόμενο οι επιχειρήσεις να αποφεύγουν τη δημιουργία παρόμοιων καταστάσεων, καθώς τέτοιου είδους αποζημιώσεις θα έγειραν προβλήματα ως προς τη θέση και των υπολοίπων μετόχων. Πάντως, μηνύσεις αυτού του τύπου είναι πολύ δύσκολο να νικηθούν από τους αντιγνωμούντες μετόχους.

1.6 ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΟΙ ΤΡΟΠΟΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗΣ ΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΣΥΝΔΥΑΣΜΩΝ

Η συνηθέστερη μορφή εξαγοράς ή συγχώνευσης περιλαμβάνει την αγορά των μετοχών της εταιρείας στόχου. Εάν η εταιρεία εξαγοραστής αγοράσει όλες τις μετοχές της εταιρείας στόχου, τότε αναλαμβάνει και τις υποχρεώσεις της. Μια εναλλακτική οδός, που θα επέτρεπε στην εταιρεία να αποφύγει την ανάληψη αυτών των υποχρεώσεων, είναι η αγορά των στοιχείων ενεργητικού της εταιρείας στόχου. Άλλη εναλλακτική οδός είναι το να γίνει εταιρεία κάτοχος

Κεφάλαιο 1: Αρχές συγχωνεύσεων και εξαγορών

μετοχών, που της δίνει τη δυνατότητα να έχει ελεγκτικά συμφέροντα επί της εταιρείας στόχου. Άλλες μορφές επιχειρηματικού συνδυασμού είναι οι κοινοπραξίες και οι στρατηγικές συμμαχίες, όπου υπάρχει συνεργασία για την επίτευξη ενός κοινού σκοπού. Στη συνέχεια παρουσιάζονται εκτενέστερα οι παραπάνω αναφερθείσες εναλλακτικές στρατηγικές που μπορεί να εφαρμόσει μια εταιρεία κατά την πραγματοποίηση μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς.

Εξαγορά Ενεργητικού σε σχέση με εξαγορά μετοχών

Με την αγορά των στοιχείων του ενεργητικού της εταιρείας στόχου, η εταιρεία εξαγοραστής μπορεί να περιορίσει τις αγορές της μόνο στα μέρη εκείνα που της χρειάζονται. Όταν ένα σημαντικό μέρος της εταιρείας στόχου παραμένει υπό την κατοχή της μετά την εξαγορά του ενεργητικού της, τότε η συναλλαγή θεωρείται μερική εξαγορά της εταιρείας στόχου. Όταν όμως όλα τα στοιχεία του ενεργητικού έχουν εξαγορασθεί, τότε η εταιρεία στόχος δεν έχει ως ενεργητικό παρά μόνο τα μετρητά ή τα χρεόγραφα που εισέπραξε από την εταιρεία εξαγοραστή. Σε αυτήν την περίπτωση, η εταιρεία στόχος μπορεί να επιλέξει να πληρώσει στους μετόχους μερίσματα μέσω ρευστοποίησης και να διαλυθεί. Διαφορετικά, η εταιρεία μπορεί να χρησιμοποιήσει το κυκλοφορούν ενεργητικό της για να αγοράσει νέα στοιχεία ενεργητικού ή μια νέα εταιρεία.

Ανάληψη των υποχρεώσεων της πωλούμενης εταιρείας

Εάν η εταιρεία εξαγοραστής αγοράσει όλες τις μετοχές της εταιρείας στόχου, τότε αναλαμβάνει και τις υποχρεώσεις της. Ένας τρόπος που ο αγοραστής μπορεί να αποφύγει την ανάληψη αυτών των υποχρεώσεων είναι μέσω της εξαγοράς των στοιχείων του ενεργητικού αντί των μετοχών της εταιρείας στόχου. Σε περιπτώσεις που ο αγοραστής αποκτήσει ένα σημαντικό μέρος του ενεργητικού, τα δικαστήρια έχουν αποφασίσει ότι ο αγοραστής θα γίνει και υπεύθυνος των υποχρεώσεων της εταιρείας που πωλείται. Το θέμα διαδοχής των υποχρεώσεων, όπως ονομάζεται, μπορεί να εμπεριέχει και την ανάληψη και άλλων υποχρεώσεων από την εταιρεία αγοραστή, όπως είναι για παράδειγμα τα συμβόλαια με τα εργατικά συνδικάτα, τα οποία εξακολουθούν να ισχύουν και μετά τις εξαγορές.

Πλεονεκτήματα εξαγοράς των στοιχείων Ενεργητικού

Ένα από τα πλεονεκτήματα της εξαγοράς των στοιχείων του ενεργητικού σε σχέση με την αγορά μετοχών είναι ότι ο πλειοδότης μπορεί να μην χρειάζεται τη συγκατάθεση των μετόχων. Αυτού του είδους η συγκατάθεση μπορεί να είναι απαραίτητη όταν τα στοιχεία του ενεργητικού εξαγοράζονται χρησιμοποιώντας μετοχές του πλειοδότη και όταν ο τελευταίος δεν διαθέτει ήδη αρκετές μετοχές, ώστε να μπορεί να ολοκληρωθεί η συναλλαγή. Στην περίπτωση που ο πλειοδότης δεν έχει αρκετές εντεταλμένες μετοχές μπορεί να προβεί σε ορισμένες ενέργειες, τροποποιώντας τα ενδοεπιχειρησιακά

Κεφάλαιο 1: Αρχές συγχωνεύσεων και εξαγορών

άρθρα ένταξης, που σχετίζονται με την έγκριση. Αυτό είναι πολύ διαφορετικό από τη θέση της εταιρείας στόχου, όπου για να πραγματοποιηθεί η συναλλαγή θα πρέπει οι μέτοχοι να αποδεχθούν την πώληση ενός σημαντικού μέρους του ενεργητικού της εταιρείας. Το αναγκαίο ποσοστό των μετόχων που πρέπει να συμφωνήσουν είναι συνήθως το ίδιο με εκείνο που απαιτείται στην περίπτωση εξαγοράς μετοχών.

Εταιρεία κάτοχος μετοχών

Η εταιρεία αγοραστής, αντί να κάνει συγχώνευση ή εξαγορά, μπορεί να αγοράσει ένα μέρος μόνο των μετοχών της εταιρείας στόχου και να λειτουργήσει ως εταιρεία κάτοχος μετοχών, γεγονός που της δίνει τη δυνατότητα να έχει ελεγκτικά συμφέροντα επί της εταιρείας στόχου. Εάν ο αγοραστής αγοράσει το 100% της εταιρείας στόχου, τότε η εταιρεία αποτελεί μια εξολοκλήρου κατοχής θυγατρική εταιρεία. Ωστόσο, δεν είναι απαραίτητη η κατοχή όλων των μετοχών μιας εταιρείας για την άσκηση ελέγχου σε αυτήν. Πρακτικά, ακόμα και το 51% μπορεί να μην είναι αναγκαίο για να επιτραπεί στον αγοραστή να ελέγχει την εταιρεία. Για εταιρείες με διεσπαρμένο μετοχικό κεφάλαιο αποτελεσματικός έλεγχος μπορεί να ασκηθεί και με πολύ μικρό ποσοστό κατοχής μετοχών, όπως με ένα 10% έως 20% των εγγεγραμμένων κοινών μετοχών.

Στη συνέχεια παρουσιάζονται τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα που θα συναντήσει μια εταιρεία εάν επιλέξει να ακολουθήσει μια πολιτική κατοχής μετοχών.

Πλεονεκτήματα

Οι εταιρείες κάτοχοι μετοχών έχουν ορισμένα πλεονεκτήματα τα οποία μπορούν να θέσουν την ενέργεια κατοχής μέρους των μετοχών της εταιρείας στόχου προτιμότερη από την κανονική εξαγορά. Μερικά από αυτά τα πλεονεκτήματα είναι:

- Ø *Χαμηλότερο κόστος.* Με τη μορφή της εταιρείας κατόχου, η εταιρεία αγοραστής μπορεί να αποκτήσει τον έλεγχο επί της εταιρείας στόχου με πολύ μικρότερο κόστος από το εάν την εξαγόραζε κατά 100%. Είναι φανερό ότι ένας μικρότερος αριθμός μετοχών προς αγορά θα επιτρέψει τη θέση μιας χαμηλότερης συνολικής τιμής αγοράς. Επιπρόσθετα, λόγω του ότι ζητούνται λιγότερες μετοχές, η τιμή της μετοχής πιέζεται λιγότερο ανοδικά στην αγορά και έτσι το κόστος ανά μετοχή μπορεί να είναι μικρότερο. Ο αγοραστής μπορεί ακόμα να αμβλύνει την ανοδική πορεία της τιμής της μετοχής, αγοράζοντας σταδιακά μετοχές για ένα παρατεταμένο χρονικό διάστημα.
- Ø *Μη καταβολή ενός επιπλέον ποσού λόγω ελέγχου της εταιρείας.* Αυτό το χρηματικό ποσό επιβάλλεται να πληρωθεί από τον κάτοχο του 51% των μετοχών και πάνω, ο οποίος και ελέγχει την εταιρεία. Με τη μορφή της εταιρείας κατόχου δεν χρειάζεται να καταβληθεί αυτό το ποσό.
- Ø *Έλεγχος με εν μέρει κατοχή.* Όπως αναφέρθηκε, ο έλεγχος λειτουργιών ενδέχεται να γίνει και με την κατοχή λιγότερων μετοχών από το 51% της εταιρείας στόχου. Αυτό μπορεί να επιτρέψει στην εταιρεία αγοραστή να επηρεάζει την εταιρεία στόχο κατά τρόπο ώστε να εξυπηρετεί τα συμφέροντά της.

Κεφάλαιο 1: Αρχές συγχωνεύσεων και εξαγορών

Ø *Μη ύπαρξη ανάγκης για έγκριση.* Η εταιρεία κάτοχος είναι δυνατόν να αγοράσει μετοχές της εταιρείας στόχου χωρίς να χρειάζεται την έγκριση των μετόχων της τελευταίας. Ωστόσο, η πράξη αυτή γίνεται ολοένα και δυσκολότερη λόγω της ύπαρξης νόμων που εμποδίζουν την εταιρεία κάτοχο να αποκτήσει τέτοιο έλεγχο αν υπάρχουν σοβαρές αντιρρήσεις από τους μετόχους.

Μειονεκτήματα

Οι εταιρείες κάτοχοι έχουν να αντιμετωπίσουν και ορισμένα μειονεκτήματα, τα οποία καθιστούν αυτού του είδους την συναλλαγή ελκυστική μόνο υπό ορισμένες προϋποθέσεις. Αυτά τα μειονεκτήματα είναι:

Ø *Πολλαπλός φόρος.* Η εταιρεία κάτοχος προσθέτει άλλο ένα στρώμα στην επιχειρησιακή της δομή. Υπό κανονικές συνθήκες, τα έσοδα από μετοχές υπόκεινται σε διπλάσια φορολογία. Τα έσοδα φορολογούνται σε επιχειρηματικό επίπεδο και μέρος του εναπομείναντος εισοδήματος μπορεί να μοιραστεί υπό μορφή μερισμάτων. Οι μέτοχοι τότε φορολογούνται ξανά μεμονωμένα για αυτό το μέρισμα. Οι εταιρείες κάτοχοι λαμβάνουν μερίσματα από την εταιρεία στόχο, τα οποία έχουν προηγουμένως φορολογηθεί σε επιχειρηματικό επίπεδο. Αυτό το εισόδημα φορολογείται ξανά πριν διανεμηθεί στους μετόχους. Υπάρχει δηλαδή πολλαπλάσια φορολογία.

Ø *Αντιμωπωλιακά προβλήματα.* Μια εταιρεία κάτοχος ενδέχεται να αντιμετωπίσει ορισμένα αντιμωπωλιακά προβλήματα που θα αντιμετώπιζε και σε μια εξολοκλήρου εξαγορά. Εάν οι αρμόδιες αρχές

Κεφάλαιο 1: Αρχές συγχωνεύσεων και εξαγορών

κρίνουν ότι η μορφή της κατόχου εταιρείας είναι ενάντια στον ανταγωνισμό μπορούν να εμποδίσουν την συναλλαγή.

Ø *Έλλειψη κατοχής του 100%*. Υπάρχει πιθανότητα δημιουργίας αντιπαραθέσεων μεταξύ της εταιρείας κατόχου και άλλων μετόχων που ενδέχεται να έχουν και αυτοί επιρροή στην εταιρεία στόχο.

Μια εταιρεία κατά συνέπεια θα πρέπει να εξετάσει όλα τα επερχόμενα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα της προοπτικής του να γίνει εταιρεία κάτοχος μετοχών πριν προβεί σε οποιαδήποτε ενέργεια. Συγχρόνως, θα πρέπει να γίνει αξιολόγηση των αποτελεσμάτων που θα εξάγει ούτως ώστε η εταιρεία να καταλήξει ότι η επιλογή της εν λόγω στρατηγικής κίνησης είναι σκόπιμη και καίρια.

Κοινοπραξίες

Η κοινοπραξία είναι μια άλλη μορφή επιχειρηματικού συνδυασμού. Σε μια κοινοπραξία οι εταιρείες μπορούν να συμφωνήσουν να προσφέρουν συγκεκριμένους πόρους προς τη επίτευξη ενός επιχειρηματικού σκοπού. Για παράδειγμα, μια εταιρεία μπορεί να παρέχει χρηματοδότηση, ενώ μια άλλη να συνεισφέρει με φυσικά στοιχεία ενεργητικού ή τεχνολογικές γνώσεις. Η κοινοπραξία θα αποφέρει έσοδα που θα μοιραστούν ανάλογα με το τι έχει προσυμφωνηθεί.

Είναι δηλαδή μια συνεργασία μεταξύ επιχειρήσεων ή ομίλου επιχειρήσεων, η οποία ουσιαστικά αποτελεί σύμπραξη μεταξύ διαφορετικών δυνάμεων για την επιτυχία ενός κοινού στόχου σε μια αγορά που πιθανόν να είναι άγνωστη στα

Κεφάλαιο 1: Αρχές συγχωνεύσεων και εξαγορών

εμπλεκόμενα μέρη της συμφωνίας. Αυτός είναι ο λόγος για τον οποίο οι κοινοπραξίες αποτελούν επιχειρηματικά σχέδια με υψηλό κίνδυνο και μεγάλη αβεβαιότητα ως προς την τελική τους έκβαση.

Στρατηγικές συμμαχίες

Μια εναλλακτική ενέργεια της κοινοπραξίας είναι η στρατηγική συμμαχία, η οποία είναι μια πιο ευέλικτη επιλογή και αφορά σε πολλούς διακανονισμούς μεταξύ των εταιρειών, καθώς αυτές συνεργάζονται για την επίτευξη ενός κοινού σκοπού. Τέτοιου τύπου συμμαχίες μπορούν να δημιουργηθούν και να λυθούν πολύ εύκολα. Με μια στρατηγική συμμαχία δεν δημιουργείται συνήθως μια επιχειρηματική οντότητα, γεγονός το οποίο ισχύει σε μια κοινοπραξία. Ένα επιχειρηματικό εγχείρημα αυτού του είδους θα μπορούσε να θεωρηθεί προτιμότερο, καθώς δεν λαμβάνουν χώρα τα έξοδα πρακτορείας σχετικά με τη διοίκηση της κοινοπραξίας. Η επιπλέον ευελιξία μιας στρατηγικής συμμαχίας μπορεί να είναι μεγάλης σημασίας για μια νέα εταιρεία, διότι της επιτρέπει να δημιουργήσει γρήγορα δεσμούς, όπου τους χρειάζεται. Αυτοί οι δεσμοί μπορούν συχνά να αποβούν χρήσιμοι στην επίτευξη στόχων που διαφορετικά θα χρειαζόνταν σημαντική επένδυση κεφαλαίου.

Δεδομένης της χαλαρής φύσης των στρατηγικών συμμαχιών, είναι σύνηθες οι συμμετέχοντες να προκαλούν την ανάγκη ο ένας για τον άλλον. Αυτό μπορεί να σημαίνει ότι για παράδειγμα μοιράζονται μόνο τις αναγκαίες πληροφορίες.

Οι συμμετέχοντες θα συνεχίσουν να συνεργάζονται μόνο εφόσον υπάρχει κέρδος και για τις δυο πλευρές.

1.7 ΑΝΑΚΕΦΑΛΑΙΩΣΗ

Η πραγματοποίηση μιας συγχώνευσης είναι μια αρκετά πολύπλοκη διαδικασία, στην οποία διακυβεύονται πολλά συμφέροντα. Οι πρώτοι και πιο άμεσα ενδιαφερόμενοι είναι οι μέτοχοι, η έγκριση των οποίων ζητείται για να ολοκληρωθούν οι διαδικασίες. Αρκετές φορές όμως είναι δυνατόν να παρακαμφθούν είτε γιατί ένα μεγάλο μέρος μετοχών είναι συγκεντρωμένο στα χέρια μιας ομάδας μετόχων, τους οποίους συμφέρει να γίνει η συγχώνευση, είτε γιατί η διοίκηση μπορεί να επιλέξει να γίνει μεταφορά του ελέγχου της εταιρείας στα χέρια μιας άλλης, με πώληση του ενεργητικού της ή ικανού μεριδίου μετοχών.

Ένα άλλο μεγάλης σημασίας θέμα είναι ο τρόπος που θα γίνει η αποτίμηση της αξίας της εταιρείας στόχου. Κατά ένα πρώτο στάδιο, σημαντικό ρόλο παίζει ο χρόνος όπου θα γίνει η αποτίμηση, δηλαδή πριν ή μετά την κοινοποίηση στην χρηματιστηριακή αγορά της επερχόμενης συγχώνευσης. Εάν η αποτίμηση γίνει εκ των υστέρων, θα έχουν προλάβει να λειτουργήσουν οι ανοδικές από την αγορά πιέσεις στη τιμή της μετοχής λόγω της αυξημένης ζήτησης και έτσι η προκύπτουσα από την αποτίμηση τιμή της μετοχής θα είναι σημαντικά μεγαλύτερη από ότι αν αυτή γινόταν πριν την κοινοποίηση. Κατά ένα δεύτερο στάδιο, σημαντικό ρόλο παίζει το αν η αποτίμηση γίνεται από την

Κεφάλαιο 1: Αρχές συγχωνεύσεων και εξαγορών

ίδια εταιρεία στόχο από την εταιρεία αγοραστή ή ακόμα από μια εξωτερική εταιρεία αποτίμησης και βέβαια τελικά, το αν οι τιμές αυτές θα συμφωνούν μεταξύ τους. Επίσης, άλλος ένας παράγοντας που μπορεί να συμβάλλει στο αποτέλεσμα της αποτίμησης της αξίας της εταιρείας στόχου, είναι το κατά πόσο ανιδιοτελείς θα είναι οι υπεύθυνοι που θα αναλάβουν τη διεκπεραίωση της συγχώνευσης, είτε πρόκειται για άτομα μέσα από το διοικητικό συμβούλιο της εταιρείας είτε για εξωτερικούς συνεργάτες.

Τέλος, στο κεφάλαιο αυτό παρουσιάστηκαν και άλλοι εναλλακτικοί τρόποι συγχώνευσης και επιχειρηματικών συνδυασμών που έχουν σκοπό είτε τον έλεγχο της εταιρείας στόχου είτε τη δυνατότητα επικοινωνιακής συνεργασίας με αυτήν. Μια εναλλακτική οδός, είναι η αγορά των στοιχείων του ενεργητικού της εταιρείας στόχου. Με αυτή την πράξη η εταιρεία εξαγοραστής αποφεύγει την ανάληψη των υποχρεώσεων της εταιρείας στόχου. Μια δεύτερη εναλλακτική οδός είναι το να χρησιμοποιήσει η εταιρεία εξαγοραστής την κατοχή μετοχών, γεγονός που της δίνει τη δυνατότητα να έχει ελεγκτικά συμφέροντα επί της εταιρείας στόχου. Τέλος οι κοινοπραξίες και οι στρατηγικές συμμαχίες είναι ορισμένες άλλες μορφές επιχειρηματικού συνδυασμού, με την ύπαρξη στενότερων και χαλαρότερων επιχειρηματικών δεσμών αντίστοιχα, στις οποίες υπάρχει συνεργασία για την επίτευξη ενός κοινού σκοπού.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Ø Patrick A. Gaughan, “Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings”, John Wiley and Sons, 1999.
- Ø Chan, SuHan, John S. Kensinger, Arthur Keown, and John Martin, “Do Strategic Alliances Create Value”, Journal of Financial Economics 46, no. 2, November 1997.
- Ø Michael Bradley, Anand Desai, and E. Han Kim, “Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and their Division between the Stock holders of Target and Acquiring Firms.”, Journal of Financial economics, no.21, 1988.
- Ø Agrawal A., J. F. Jaffe and G.N.Mandelker, “The Post Merger Performance of Acquiring Firms:A Reexamination of an Anomaly.” Journal of Finance 47, no.4, September 1992.
- Ø Roll, Richard, “The hubris Hypothesis of Corporate takeovers.”, Journal of Business 59, no.2, April 1986.
- Ø Pratt, Reilly, “Valuing a business”, Schweih, 1996.
- Ø Zvi Bodie & Robert C. Merton, “Finance”, Prentice Hall, 1999.
- Ø Pablo Fernández, “Valuing Companies By Cash Flow Discounting: Ten Methods and Nine Theories”, IESE Research Papers D/451, IESE Business School.
- Ø Bodie, Kane, Marcus, “Investments”, Mac Graw Hill, Irwin, 2004.
- Ø Damodaran A, “Investment Valuation”, Wiley Frontiers, 1996.

Κεφάλαιο 1: Αρχές συγχωνεύσεων και εξαγορών

- Ø Damodaran A, “ *The Dark Side of Valuation* ”, Prentice Hall, 2001.

- Ø Θωμαδάκης, Ξανθάκης, “ *Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου* ”, Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα, 1990.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΑΞΙΑΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ

2.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

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

Μια από τις πιο σημαντικές διαδικασίες για την πραγματοποίηση μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς είναι η αποτίμηση της αξίας των εμπλεκόμενων εταιρειών. Η διαδικασία αυτή κρίνεται σημαντική διότι παίζει πρωτεύοντα ρόλο στον εντοπισμό της κατάλληλης εταιρείας στόχου και βέβαια κατόπιν στον ορισμό της αναλογίας που υπάρχει μεταξύ των μετοχών των εταιρειών, έτσι ώστε να τελεστεί η συναλλαγή. Άλλωστε, μια εταιρεία μπορεί να αξιολογηθεί για το κατά πόσο αποτελεί μια ευκαιρία για συγχώνευση ή εξαγορά, μόνο μετά το πέρας της αποτίμησής της και εφόσον γίνει η σύγκριση

Κεφάλαιο 2: Αποτίμηση αξίας της εταιρείας

των αποτελεσμάτων με την τρέχουσα τιμή των μετοχών της. Αποτίμηση χρειάζεται επίσης και όταν μία επιχείρηση φθάνει στα πρόθυρα χρεοκοπίας και επέρχεται η ρευστοποίησή της αλλά και σε οποιοδήποτε χρονικό σημείο αποφασιστεί ότι θα ήταν χρήσιμος ο προσδιορισμός της αξίας της επιχείρησης.

Οι μέθοδοι και τα δεδομένα που χρησιμοποιούνται για την αποτίμηση των επιχειρήσεων διαφέρουν πολύ. Τα αποτελέσματα που δίνουν αυτές οι μέθοδοι, από τις πιο απλουστευμένες έως και τις πιο πολύπλοκες, εξαρτώνται από το είδος και την ακρίβεια των δεδομένων που θα χρησιμοποιηθούν. Συχνά δηλαδή είναι πιθανόν να αποδίδονται διαφορετικές αξίες στην επιχείρηση ανάλογα με τη μέθοδο και το είδος των δεδομένων σύμφωνα με τα οποία πραγματοποιήθηκε η ανάλυση.

Κατά συνέπεια, από την πιο πάνω αναφερθείσα τυχούσα ασυνέπεια μεταξύ των αποτελεσμάτων που δίνουν διαφορετικές μέθοδοι αποτίμησης, θα μπορούσε κανείς να συμπεράνει ότι η εν προκειμένω διαδικασία στο σύνολό της είναι εντελώς υποκειμενική. Μια στενότερη εξέταση εντούτοις της μεθοδολογίας αποκαλύπτει ότι μια αντικειμενική αποτίμηση είναι δυνατόν να επιτευχθεί. Η μεταβλητότητα της αξίας είναι φυσική, δεδομένου ότι στην αγορά όπου δραστηριοποιείται μια επιχείρηση διαφορετικοί συμμετέχοντες μπορούν να αποδώσουν διαφορετική αξία σε μια επιχείρηση ή σε ένα σύνολο στοιχείων ενεργητικού, ανάλογα με τη χρησιμότητα αυτών για τον εκάστοτε χρήστη.

Στο κεφάλαιο αυτό θα αναλυθεί η πιο γνωστή μέθοδος αποτίμησης επιχείρησης που είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο, σύμφωνα με το μοντέλο

Κεφάλαιο 2: Αποτίμηση αξίας της εταιρείας

του Gordon. Η μέθοδος αυτή είναι αρκετά θεωρητική και ως επί το πλείστον μη εφαρμόσιμη, καθώς δεν λαμβάνει υπ' όψιν αρκετούς παράγοντες που σχετίζονται με την αγορά στην οποία κινούνται οι υπό εξέταση εταιρείες. Στη συνέχεια θα παρουσιαστούν άλλες τρεις μέθοδοι, οι οποίες είναι και οι πιο ευρέως χρησιμοποιήσιμες από τους σύγχρονους χρηματοοικονομικούς αναλυτές όπως είναι η Μέθοδος των Προεξοφλημένων Καθαρών Ταμιακών Ροών, η Μέθοδος των Συγκρίσιμων Εταιρειών και η Μέθοδος της Αναμορφωμένης Καθαρής Θέσης.

2.2 ΜΕΘΟΔΟΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΟ ΜΟΝΤΕΛΟ ΤΟΥ GORDON

Η αξία της μετοχής μιας εισηγμένης στο χρηματιστήριο εταιρείας μπορεί να διακριθεί πολύ εύκολα από τη θεώρηση της αξίας που έχει ο τίτλος της στην αγορά. Ακόμα όμως και αυτή η τιμή μπορεί να μην αντανakλά ακριβώς την αξία που θα προέκυπτε σε περίπτωση εξαγοράς. Είναι πιθανόν δηλαδή οι δυνάμεις της προσφοράς και της ζήτησης να έχουν διαμορφώσει τη μετοχική της αξία κατά τρόπο που η εταιρεία να υπερεκτιμάται ή και το αντίθετο. Έτσι, είναι σημαντικό να αναλυθεί εκτενώς η χρηματοοικονομική λειτουργία μιας επιχείρησης για να μπορεί κανείς να έχει μια εικόνα της πραγματικής αξίας της εταιρείας. Για την πλήρη κατανόηση αυτής της έννοιας είναι απαραίτητο να εξετασθεί η παραδοσιακή μέθοδος αποτίμησης μετοχών των εταιρειών.

Κεφάλαιο 2: Αποτίμηση αξίας της εταιρείας

Το μοντέλο αποτίμησης μερίσματος μετοχής του Gordon είναι ένα από τα πιο γνωστά μοντέλα. Το μοντέλο αυτό προσδιορίζει την αξία της κοινής μετοχής θεωρώντας την παρούσα αξία των μερισμάτων που θα απορρεύσουν από την ιδιοκτησία του τίτλου της μετοχής. Το μοντέλο αποτίμησης μερίσματος μετοχής του Gordon είναι σε θέση να δώσει διαφορετικά αποτελέσματα για την αξία του μερίσματος, γεγονός το οποίο εξαρτάται από τις παραδοχές που έγιναν σχετικά με την αναμενόμενη ανάπτυξη των μερισμάτων.

Στο μοντέλο αποτίμησης μερίσματος μετοχής του Gordon (Gordon model) η τρέχουσα τιμή της μετοχής εκφράζεται ως μια αθροιστική συνάρτηση των αναμενόμενων μερισμάτων, τα οποία έχουν προεξοφληθεί με το κόστος κεφαλαίου k_s των κοινών μετοχών της εταιρείας. Η τιμή της κοινής μετοχής σε μια δεδομένη εταιρεία κατά την περίοδο μηδέν φαίνεται παρακάτω:

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+k_s)^1} + \frac{D_2}{(1+k_s)^2} + \dots + \frac{D_\infty}{(1+k_s)^\infty} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k_s)^t} \quad (2.1)$$

όπου,

P_0 : η προεξοφλημένη τιμή της μετοχής στο χρόνο μηδέν,

D_t : το μέρισμα σε χρόνο t ,

k_s : το κόστος κεφαλαίου της εταιρείας.

Θεωρώντας ότι η επιχείρηση πάει καλά, τα μερίσματα D_1 έως D_∞ πρέπει λογικά να αυξάνονται λόγω του πληθωρισμού και λόγω της ανάπτυξης της

Κεφάλαιο 2: Αποτίμηση αξίας της εταιρείας

εταιρείας. Ένα ακριβές μοντέλο αποτίμησης θα πρέπει να αντανακλά αυτή την ανάπτυξη. Τα μερίσματα δηλαδή θα πρέπει να αυξάνονται για παράδειγμα με σταθερό ρυθμό ή με έναν υψηλό αρχικό ρυθμό ανάπτυξης ακολουθούμενο από ένα σταθερό ρυθμό ανάπτυξης. Παρακάτω αναλύονται χωριστά οι δυο αυτές περιπτώσεις.

2.2.1 ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ ΜΕ ΣΤΑΘΕΡΟ ΡΥΘΜΟ

Μια παραδοχή που θα απλούστευε αυτήν τη διαδικασία θα ήταν η ανάπτυξη των μερισμάτων να γίνεται με σταθερό ρυθμό. Αυτή η παραδοχή θα μπορούσε να έχει λογική εάν τα ιστορικά στοιχεία δείχνουν ένα ορισμένο ρυθμό στην ανάπτυξη των μερισμάτων, ο οποίος να είναι εμφανής από την πρόσφατη ιστορία της εταιρείας. Το μοντέλο με το σταθερό ρυθμό ανάπτυξης μπορεί να παρουσιαστεί ως εξής:

$$D_t = D_0(1 + g)^t \quad (2.2)$$

όπου:

D_0 : Το αρχικό μέρισμα σε χρόνο μηδέν,

g : ο σταθερός ρυθμός ανάπτυξης.

Κεφάλαιο 2: Αποτίμηση αξίας της εταιρείας

Έτσι χρησιμοποιώντας τις σχέσεις (2.1) και (2.2) προκύπτει η παρακάτω σχέση που δίνει την προεξοφλημένη τιμή της μετοχής P_o , σύμφωνα με την παραδοχή ότι τα μερίσματα αναπτύσσονται σταθερά μέσα στις χρονικές περιόδους t , δηλαδή:

$$P_o = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_o (1 + g)^t}{(1 + k_s)^t} \quad (2.3)$$

Εάν θεωρήσουμε για $t = 1$ τη σχέση (2.2), έχουμε:

$$D_1 = D_o(1 + g)^1 \quad (2.4)$$

κι έτσι μπορούμε να απλοποιήσουμε την σχέση (2.3) και να προκύψει ότι η προεξοφλημένη τιμή της μετοχής στο χρόνο μηδέν είναι:

$$\begin{aligned} P_o &= D_o \frac{1 + g}{1 + k_s} \left[1 + \frac{1 + g}{1 + k_s} + \dots \right] = \\ &= D_o \frac{1 + g}{1 + k_s} \left[\frac{1 + k_s}{k_s - g} \right] \end{aligned}$$

και τελικά ότι:

Κεφάλαιο 2: Αποτίμηση αξίας της εταιρείας

$$P_o = D_1 / (k_s - g) \quad (2.5)$$

Στην περίπτωση αυτή, η σχέση (2.5) δίνει την τιμή της μετοχής κατά την περίοδο μηδέν ως συνάρτηση της τιμής του μερίσματος κατά την πρώτη περίοδο και της διαφοράς μεταξύ του κόστους κεφαλαίου και του ρυθμού ανάπτυξης των μερισμάτων. Η τιμή της μετοχής δηλαδή είναι ανάλογη της τιμής του μερίσματος κατά την πρώτη περίοδο και αντιστρόφως ανάλογη της διαφοράς μεταξύ του κόστους κεφαλαίου και του ρυθμού ανάπτυξης των μετοχών. Βέβαια θα πρέπει να ισχύει ότι το κόστος κεφαλαίου k_s είναι πάντα μεγαλύτερο από τον ρυθμό ανάπτυξης g . Ο ρυθμός ανάπτυξης των μερισμάτων μπορεί να προσδιοριστεί θεωρώντας μια λογική ιστορική περίοδο, όπως τα τελευταία 10 χρόνια. Σύμφωνα με τη μέθοδο του σταθερού ρυθμού ανάπτυξης η τιμή του μερίσματος το ενδέκατο έτος θα είναι:

$$D_{11} = D_o (1 + g)^{11} \quad (2.6)$$

Λύνοντας ως προς g τη σχέση (2.6) προκύπτει:

$$g = \sqrt[11]{\frac{D_{11}}{D_o}} - 1 \quad (2.7)$$

Ο ρυθμός ανάπτυξης, επομένως, μιας επιχείρησης, η οποία αναπτύσσεται σταθερά κατά τα δέκα υπό εξέταση έτη, είναι ανάλογος του μερίσματος που

Κεφάλαιο 2: Αποτίμηση αξίας της εταιρείας

αυτή αποδίδει κατά το ενδέκατο έτος λειτουργίας της και αντιστρόφως ανάλογος του αρχικού μερίσματός της κατά το χρόνο μηδέν.

2.2.2 ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ ΜΕ ΜΗ ΣΤΑΘΕΡΟ ΡΥΘΜΟ

Τα μερίσματα ωστόσο σπάνια αναπτύσσονται με σταθερό ρυθμό, καθώς πολλαπλοί οικονομικοί παράγοντες συμβάλλουν στο να είναι δύσκολη οι ανάπτυξή τους με σταθερή μορφή. Η συνηθέστερη κατάσταση είναι τα μερίσματα να έχουν μη σταθερό ρυθμό ανάπτυξης ο οποίος μάλιστα είναι και αρκετά δύσκολο να προσδιοριστεί. Παρακάτω παρουσιάζεται μια προσέγγιση του ρυθμού ανάπτυξης των μερισμάτων μιας εταιρείας μέσω της παραδοχής ότι η εταιρεία αρχικά μπορεί να έχει έναν υψηλό ρυθμό ανάπτυξης και στη συνέχεια να αναπτύσσεται σταθερά.

Η σχέση (2.5) μπορεί να τροποποιηθεί ώστε να αντανakλά υψηλό αρχικό ρυθμό ανάπτυξης σε μερίσματα και να ακολουθείται από ένα σταθερό ρυθμό ανάπτυξης. Η μια σχέση δηλαδή που χρησιμοποιείται είναι για τις m αρχικές χρονικές περιόδους όπου ο ρυθμός ανάπτυξης είναι υψηλός και η άλλη για τις υπόλοιπες χρονικές περιόδους όπου ο ρυθμός ανάπτυξης είναι σταθερός. Κατόπιν προστίθενται τα αποτελέσματα από τους δυο υπολογισμούς για να βρεθεί η τελική τιμή της μετοχής, προεξοφλημένη κατά τη χρονική περίοδο μηδέν. Αυτός ο υπολογισμός μπορεί να διεξαχθεί με δυο τρόπους:

A' Τρόπος

Με υπολογισμό της παρούσας αξίας της μετοχής για την υψηλής ανάπτυξης περίοδο, το οποίο γίνεται σύμφωνα με τη σχέση (2.3) ως εξής:

$$P_o = \sum_{t=1}^m \frac{D_o (1 + g_1)^t}{(1 + k_s)^t} \quad (2.8)$$

όπου:

g_1 : ο υψηλός αρχικός ρυθμός ανάπτυξης,

m : η αρχική περίοδος με υψηλό ρυθμό ανάπτυξης g_1 .

Δηλαδή υπολογίζουμε κανονικά την τιμή P_o της μετοχής αλλά αντί να χρησιμοποιήσουμε ένα κοινό ρυθμό ανάπτυξης g για όλες τις χρονικές περιόδους, χρησιμοποιούμε τον υψηλό ρυθμό ανάπτυξης g_1 από την αρχή των χρονικών περιόδων μέχρι την χρονική περίοδο m , όπου θεωρητικά σταματά η ανάπτυξη με υψηλό ρυθμό.

B' Τρόπος

Υπολογίζεται η αξία της μετοχής μετά την αρχική περίοδο με την υψηλή ανάπτυξη των μερισμάτων. Χρησιμοποιείται η σχέση (2.5) κατά τρόπο τέτοιο ώστε να αντανakλά το μέρος της αξίας της μετοχής την χρονική περίοδο m .

Κεφάλαιο 2: Αποτίμηση αξίας της εταιρείας

Το μη προεξοφλημένο μέρος της έκφρασης αυτής είναι η τιμή που η μετοχή πρέπει να πουληθεί για αυτόν τον χρόνο.

$$P_m = \frac{1}{(1 + k_s)^m} \left[\frac{D_{m+1}}{(k_s - g_2)} \right] \quad (2.9)$$

όπου:

g_2 : ο σταθεροποιημένος ρυθμός ανάπτυξης.

Η αξία των μετοχών της επιχείρησης γίνεται προσθέτοντας τα αποτελέσματα από τα παραπάνω τρόπους Α' και Β', δηλαδή προσθέτοντας την παρούσα αξία της μετοχής για την υψηλής ανάπτυξης περίοδο, με την αξία της μετοχής, μετά την αρχική περίοδο, που έχει σταθεροποιημένο ρυθμό ανάπτυξης μερισμάτων.

Ένα εύλογο ερώτημα που προκύπτει είναι το πώς προσδιορίζονται οι τιμές των g_1 και g_2 . Μια εναλλακτική οδός θα ήταν να χρησιμοποιηθούν τα πρόσφατα ιστορικά δεδομένα των μερισμάτων της εταιρείας, για την εκτίμηση του g_1 . Αυτό βέβαια σημαίνει ότι η εταιρεία θα συνεχίσει να αναπτύσσεται κατά τον ίδιο τρόπο που περιγράφουν τα ιστορικά αυτά δεδομένα για όλες τις m χρονικές περιόδους υψηλής ανάπτυξης. Το g_2 , το οποίο αντιπροσωπεύει τον τελικό σταθερό ρυθμό ανάπτυξης, μπορεί να προσδιοριστεί κατά προσέγγιση χρησιμοποιώντας τα δεδομένα ρυθμού ανάπτυξης του κλάδου στον οποίο ανήκει η εταιρεία, υπό την προϋπόθεση πάντα ότι ο τελικός ρυθμός ανάπτυξης της εταιρείας πλησιάζει τα μεγέθη που επικρατούν εν γένει στον κλάδο.

Κεφάλαιο 2: Αποτίμηση αξίας της εταιρείας

Ένα άλλο πρόβλημα που προκύπτει από αυτήν τη μεθοδολογία αφορά το τι πρέπει να γίνει με τις εταιρείες που δεν πληρώνουν μερίσματα. Μπορεί να είναι λογικότερο πως μια εταιρεία υψηλής ανάπτυξης δεν θα διανέμει κέρδη υπό τη μορφή μερισμάτων, αλλά θα τα κρατά για να τα επαναεπενδύσει στην ίδια την εταιρεία. Αυτό είναι ένα από τα μειονεκτήματα της μεθόδου.

Ένα άλλο μεγάλο μειονέκτημα του μοντέλου του Gordon είναι ότι λαμβάνει υπ' όψιν ένα μικρό αριθμό παραγόντων. Είναι πιθανόν να είναι απαραίτητο να εξεταστούν, πέρα από τον ιστορικό ρυθμό ανάπτυξης των μερισμάτων, πολλοί άλλοι παράγοντες που επηρεάζουν τη μελλοντική ανάπτυξη των μερισμάτων. Πρέπει δηλαδή να αξιολογηθεί η επικινδυνότητα της εταιρείας προσδιορίζοντας τον κατάλληλο συντελεστή προεξόφλησης.

Μια παράμετρος που είναι σημαντικό να ληφθεί υπ' όψιν κατά την εφαρμογή του μοντέλου του Gordon είναι ότι η ανάλυση γίνεται για ένα δεδομένο αριθμό μετοχών. Αυτή η εκτίμηση μπορεί να επηρεαστεί από αλλαγές στο μετοχικό κεφάλαιο και ενδεχόμενη αύξηση ή μείωση του αριθμού μετοχών προς διαπραγμάτευση.

Τελικά, το μοντέλο του Gordon είναι ένας εύχρηστος κανόνας αλλά οι αναγκαίες παραδοχές που γίνονται για την εφαρμογή του περιορίζουν τις δυνατότητες χρήσης του. Για αυτό το λόγο αυτό, οι επαγγελματίες που ασχολούνται με την αποτίμηση εταιρειών χρησιμοποιούν ορισμένες μεθοδολογίες που στηρίζονται μεν στο μοντέλο του Gordon αλλά οι οποίες έχουν τη δυνατότητα να δώσουν πιο αξιόπιστα αποτελέσματα.

2.3 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΕΚΤΙΜΗΣΗΣ

Το πεδίο της επιχειρηματικής χρηματοοικονομικής χρησιμοποιεί διάφορες τεχνικές αποτίμησης για να προσδιορίσει την τρέχουσα αξία μιας επένδυσης, η οποία θα αποφέρει ταμειακές ροές σε διαφορετικές χρονικές περιόδους στο μέλλον. Αυτές οι τεχνικές συζητούνται παραδοσιακά μέσα στο πλαίσιο του προϋπολογισμού κεφαλαίων, κατά το οποίο μια εταιρεία πραγματοποιεί ένα επενδυτικό σχέδιο, το οποίο θα αποφέρει καθαρές ταμειακές ροές στο μέλλον. Η ανάλυση για την απόκτηση μιας νέας εταιρείας είναι μια παρόμοια αναλυτική διαδικασία. Αντί της επένδυσης σε κάποιο έργο, όπως σε ένα νέο εργοστάσιο, η εξαγοράστρια εταιρεία επενδύει κεφάλαιο σε μια πλήρη εταιρεία. Οι βασικές αναλυτικές τεχνικές είναι η Μέθοδος των Προεξοφλημένων Καθαρών Ταμιακών Ροών, η Μέθοδος των Συγκρίσιμων εταιρειών καθώς και η Μέθοδος της Αναμορφωμένης Καθαρής θέσης.

2.3.1 ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΩΝ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΜΕΝΩΝ ΚΑΘΑΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

Η μέθοδος αυτή (Discounted Cash Flows Method) ορίζει την αξία της επιχείρησης ως την παρούσα αξία των αναμενόμενων ταμιακών ροών που προβλέπεται να αποφέρει, προεξοφλημένες με το κατάλληλο κόστος κεφαλαίου που αντιπροσωπεύει τις πηγές αλλά και το κόστος της

Κεφάλαιο 2: Αποτίμηση αξίας της εταιρείας

χρηματοδότησης που λαμβάνει η υπό εξέταση επιχείρηση. Ο υπολογισμός εμπεριέχει τον προσδιορισμό του προεξοφλητικού επιτοκίου, καθώς και τον προσδιορισμό των ταμειακών ροών.

Η αποτίμηση μίας επιχείρησης σύμφωνα με τη μέθοδο της Προεξόφλησης των Μελλοντικών Χρηματοροών (Discounted Cash Flows - DCF) ορίζεται ως το άθροισμα της Παρούσας Αξίας των καθαρών Χρηματοροών της, της αξίας μη λειτουργικών παγίων στοιχείων, πλεοναζόντων ταμειακών διαθεσίμων και χρεογράφων αποτιμημένων στην τρέχουσα αγοραία τους αξία, καθώς και της αξίας των συμμετοχών και άλλων μακροπρόθεσμων χρηματοοικονομικών απαιτήσεων της. Από τα παραπάνω αφαιρούνται τυχόν υποχρεώσεις της επιχείρησης για να προκύψει η Καθαρή Παρούσα Αξία της.

Ως Παρούσα Αξία των Χρηματοροών λαμβάνεται το άθροισμα:

- α) Της Παρούσας Αξίας των Μελλοντικών Χρηματοροών (Present Value of Future Cash Flows) για μία ορισμένη χρονική περίοδο, και
- β) Της Υπολειμματικής Αξίας (Residual Value) που αντιπροσωπεύει την Παρούσα Αξία των Χρηματοροών της επιχείρησης, μετά την περίοδο προβλέψεων.

Οι χρηματοροές που προέρχονται από την λειτουργία της επιχείρησης υπολογίζονται ως η διαφορά των ταμειακών εισροών μείον τις ταμειακές εκροές, έχοντας λάβει υπ' όψιν και την εκροή λόγω της πληρωμής του φόρου εισοδήματος. Οι μετά από φόρους χρηματοροές αντιπροσωπεύουν ποσά που μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την καταβολή μερισμάτων προς τους

Κεφάλαιο 2: Αποτίμηση αξίας της εταιρείας

μετόχους, καθώς και επανεπένδυση στην επιχείρηση για την ενδυνάμωση της κεφαλαιακής της δομής .

Οι χρηματοροές, τόσο της περιόδου των προβλέψεων όσο και μετά από αυτήν (Υπολειμματική Αξία), προεξοφλούνται με ένα συντελεστή (Discount Rate) που προσδιορίζεται ως το ελάχιστο ποσοστό απόδοσης των κεφαλαίων (Ιδίων ή και Δανειακών) της εταιρείας, που αναμένεται από τους μετόχους, τους δανειστές της και από κάθε πιθανό επενδυτή. Το ποσοστό αυτό θα τους αποζημιώνει για το βαθμό επιχειρηματικού κινδύνου που δημιουργείται από τη δραστηριότητα της εταιρείας και του κινδύνου της αγοράς και της οικονομίας.

Ο συντελεστής προεξόφλησης στηρίζεται στον προσδιορισμό του Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου (Weighted Average Cost of Capital - WACC), το οποίο υπολογίζεται με βάση το κόστος των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας (Cost of Equity), το κόστος των δανειακών κεφαλαίων (Cost of Debt), καθώς και το κόστος τυχόν επιχορηγήσεων.

Η εκτίμηση του κόστους ιδίων κεφαλαίων διενεργείται σύμφωνα με το Πρότυπο Αποτίμησης Αξιογράφων (Capital Asset Pricing Model - C.A.P.M.) το οποίο στηρίζεται στη βασική αρχή της συσχέτισης Κινδύνου και Απόδοσης (Risk and Return Trade-off). Όλα τα περιουσιακά στοιχεία, μεταξύ των οποίων και οι μετοχές, ενσωματώνουν κινδύνους συνδεδεμένους με τη γενικότερη κατάσταση της οικονομίας και της αγοράς σαν σύνολο, αλλά και με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του συγκεκριμένου περιουσιακού στοιχείου.

Κεφάλαιο 2: Αποτίμηση αξίας της εταιρείας

2.3.1.1 ΜΕΣΟ ΣΤΑΘΜΙΚΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (Weighted Average Cost of Capital - WACC) που χρησιμοποιείται για την προεξόφληση των μελλοντικών χρηματοροών υπολογίζεται βάσει του παρακάτω τύπου:

$$WACC = K_e \frac{E}{E+D+S} + K_d(1-t) \frac{D}{E+D+S} + K_s \frac{S}{E+D+S} + e \quad (2.10)$$

ΟΠΟΥ:

- K_e : ο συντελεστής απόδοσης των Ιδίων Κεφαλαίων που απαιτείται από τους μετόχους της Εταιρείας,
- E : το σύνολο των Ιδίων Κεφαλαίων της Εταιρείας,
- D : το σύνολο των Δανειακών Κεφαλαίων της Εταιρείας για τα οποία καταβάλλεται τόκος,
- K_d : ο συντελεστής απόδοσης των Δανειακών Κεφαλαίων που απαιτείται από τους χρηματοδότες της Εταιρείας,
- T : ο συντελεστής φορολογίας εισοδήματος,
- S : το ύψος των επιχορηγήσεων,
- K_s : το κόστος των επιχορηγήσεων,
- e : το μη συστηματικό ρίσκο της Εταιρείας (company specific risk).

Κεφάλαιο 2: Αποτίμηση αξίας της εταιρείας

Το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου είναι το επιτόκιο με το οποίο δανείζεται μια επιχείρηση είτε εσωτερικά είτε από εξωτερικές πηγές, δηλαδή το κόστος των ιδίων και ξένων κεφαλαίων λαμβάνοντας υπ' όψιν και το κόστος ευκαιρίας, δηλαδή άλλες επενδύσεις ίδιου μεγέθους, κινδύνου και χαρακτηριστικών. Το WACC αποτελείται από το κοινό μετοχικό κεφάλαιο, το προνομιούχο και τα ξένα κεφάλαια. Το κόστος των ιδίων κεφαλαίων είναι η απόδοση που αναμένουν οι επενδυτές λαμβάνοντας υπ' όψιν την απόδοση μιας επένδυσης χωρίς κίνδυνο, καθώς και μία επιπλέον απόδοση για την ανάληψη του κινδύνου της αγοράς (risk premium). Το κόστος των ξένων κεφαλαίων ισούται με το τρέχον επιτόκιο με το οποίο δανείζεται μια επιχείρηση προσαρμοσμένο με τους σχετικούς φόρους.

2.3.1.2 ΚΟΣΤΟΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Η ανάλυση ξεκινά με τον προσδιορισμό του ενός από τα τρία συστατικά του WACC, δηλαδή του κοινού μετοχικού κεφαλαίου. Για την εκτίμηση του κόστους των ιδίων κεφαλαίων βρίσκουμε πρώτα τον κίνδυνο που περικλείει η επένδυση και έπειτα υπολογίζουμε την απόδοση χρησιμοποιώντας ένα από τα μοντέλα που συσχετίζουν την απόδοση με τον κίνδυνο (CAPM, APT, Multi factor models). Όλα ορίζουν τον κίνδυνο σε όρους διακύμανσης πραγματικών αποδόσεων γύρω από τον αναμενόμενο μέσο.

Θεωρία αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων

Σε μια αγορά όπου όλοι οι επενδυτές έχουν ομοιογενείς προσδοκίες για τον κίνδυνο και την απόδοση των επενδύσεων, όπου δεν υπάρχει κρυφή πληροφόρηση και τέλος όπου δεν υπάρχει κόστος συναλλαγής θα μπορούσε κανείς να υποθέσει ότι όλοι οι επενδυτές έχουν στη διάθεση τους ένα χαρτοφυλάκιο που περιλαμβάνει όλα τα διαπραγματεύσιμα χρεόγραφα της αγοράς τα οποία είναι εμπορεύσιμα και τέλεια διαιρετά. Σε αυτή την περίπτωση, η αναμενόμενη απόδοση εκφράζεται, σύμφωνα με τη θεωρία αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων (Capital Asset Pricing Model), όπως φαίνεται παρακάτω ενώ ο κίνδυνος μετριέται με το συντελεστή βήτα

$$AA = EXK + \beta EAX \quad (2.11)$$

όπου:

AA	αναμενόμενη απόδοση,
EXK	επιτόκιο χωρίς κίνδυνο,
β	συντελεστής βήτα,
EAX	επιπλέον απόδοση του χαρτοφυλακίου.

Επομένως, το κόστος των ιδίων κεφαλαίων σε αυτή την περίπτωση είναι συνάρτηση των τριών μεταβλητών: του επιτοκίου χωρίς κίνδυνο, του συντελεστή βήτα και της επιπλέον απόδοσης του χαρτοφυλακίου της αγοράς.

Θεωρία αντισταθμιστικής αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων

Σύμφωνα με τη θεωρία της αντισταθμιστικής αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων (Arbitrage Pricing Theory) λαμβάνεται υπ' όψιν ότι ο κίνδυνος της αγοράς μπορεί να εξαρτάται από διάφορες παραμέτρους. Η θεωρία αντισταθμιστικής αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων επιδιώκει να αποκλείσει την κερδοσκοπία από την μέθοδο αποτίμησης και γι' αυτό το λόγο εισάγει στο μοντέλο διαφορετικούς συντελεστές βήτα, οι οποίοι περιγράφουν κάθε μια από τις διαφορετικές παραμέτρους κινδύνου της αγοράς. Η παρακάτω σχέση περιγράφει την αναμενόμενη απόδοση υπό τις αναφερθείσες συνθήκες:

$$AA = EXK + \int_{i=1}^m \beta_v EAX_v \quad (2.12)$$

Σε αυτή την περίπτωση η αναμενόμενη απόδοση είναι συνάρτηση εκτός του επιτοκίου χωρίς κίνδυνο και ενός άλλου αριθμού v παραγόντων καθένας από τους οποίους εκφράζεται μέσω του δικού του συντελεστή β και της δικής του επιπλέον απόδοσης. Είναι φυσικό αυτός ο τελευταίος τρόπος να υπερτερεί του προηγούμενου, καθώς θα μπορεί να δώσει ακριβέστερα αποτελέσματα λόγω του ότι περιλαμβάνει έναν μεγαλύτερο αριθμό παραγόντων που μπορούν να επηρεάσουν την αναμενόμενη απόδοση.

Κεφάλαιο 2: Αποτίμηση αξίας της εταιρείας

Μοντέλο πολλαπλών συντελεστών

Στο μοντέλο των πολλαπλών συντελεστών (Multifactor model) λαμβάνεται ξανά υπ' όψιν ότι ο κίνδυνος της αγοράς εξαρτάται από πολλές παραμέτρους. Σε αυτή την περίπτωση, προσδιορίζονται πολλοί μακροοικονομικοί παράγοντες με διαφορετικά βήτα και επιπλέον αποδόσεις. Σύμφωνα με το μοντέλο CAPM, ο απαιτούμενος συντελεστής απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων είναι συνάρτηση της απόδοσης μακροπρόθεσμων κρατικών τίτλων, όπου ο δείκτης επικινδυνότητας θεωρείται μηδενικός (Risk-Free) και ενός επιπλέον ποσοστού απόδοσης προσαρμοσμένου κατάλληλα για τον αναλαμβανόμενο επιχειρηματικό και συστηματικό κίνδυνο. Ειδικότερα ο συντελεστής απόδοσης προσδιορίζεται ως εξής;

$$K_e = R_f + [E(R_m) - R_f] B_e + e \quad (2.13)$$

όπου:

- K_e : ο αναμενόμενος συντελεστής απόδοσης ιδίων κεφαλαίων από τους μετόχους,
- R_f : η απόδοση της επένδυσης μηδενικού κινδύνου (συνήθως υπολογίζεται ως η απόδοση των Μακροπρόθεσμων Κρατικών Τίτλων),
- $E(R_m) - R_f$: η επιπλέον επιθυμητή απόδοση (Risk Premium) του Χαρτοφυλακίου της Αγοράς ως συνόλου (Market Portfolio) από

Κεφάλαιο 2: Αποτίμηση αξίας της εταιρείας

την απόδοση των Κρατικών Τίτλων,

- B_e : ο συντελεστής Beta (B_e) μετρά το βαθμό του “σχετικού” κινδύνου της Εταιρείας ή του κλάδου στον οποίο αυτή δραστηριοποιείται σε σχέση με το βαθμό επικινδυνότητας του Χαρτοφυλακίου της Αγοράς. Τεχνικά αντιπροσωπεύει τη διακύμανση της απόδοσης της συγκεκριμένης μετοχής (ή του κλάδου) σε σχέση με την απόδοση του Χαρτοφυλακίου της Αγοράς. Το χαρτοφυλάκιο της Αγοράς έχει για συντελεστή B_e τη μονάδα,
- e : ο συντελεστής e μετρά το μη συστηματικό ρίσκο μίας συγκεκριμένης επένδυσης (company specific risk) όπως αυτό προσδιορίζεται από τα ιδιαίτερα λειτουργικά και οικονομικά χαρακτηριστικά της υπό εξέταση εταιρείας.

Το πιο διαδεδομένο και εύχρηστο μοντέλο είναι το CAPM αν και παρουσιάζει και κάποια μειονεκτήματα, όπως το ότι υποεκτιμά τον κίνδυνο για χαμηλής κεφαλαιοποίησης εταιρείες, καθώς υπολογίζει το συντελεστή βήτα από παλινδρομήσεις χρησιμοποιώντας ιστορικά στοιχεία. Στη συνέχεια, παρουσιάζονται οι έννοιες που συνθέτουν την αναμενόμενη απόδοση για τον προσδιορισμό του κόστους του κοινού μετοχικού κεφαλαίου σύμφωνα με το μοντέλο αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων.

∅ Επιτόκιο χωρίς κίνδυνο

Πρόκειται για την επένδυση της οποίας η απόδοση είναι γνωστή εκ των προτέρων με βεβαιότητα για δεδομένη χρονική περίοδο και δεν έχει ούτε κίνδυνο αδυναμίας εκπλήρωσης υποχρεώσεων ούτε αβεβαιότητα για τυχόν επανεπένδυση. Βεβαίως, στην επιλογή του κατάλληλου επιτοκίου πρέπει να

Κεφάλαιο 2: Αποτίμηση αξίας της εταιρείας

ληφθεί υπ' όψιν και η διάρκεια ζωής του υποκείμενου τίτλου και έτσι για παράδειγμα μία επένδυση διάρκειας 5 χρόνων θα έχει αντίστοιχο επιτόκιο άνευ κινδύνου το επιτόκιο ενός πενταετούς ομολόγου δημοσίου χωρίς τοκομερίδια.

Ø Επιπλέον απόδοση

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

Η εκτίμηση μπορεί να γίνει είτε χρησιμοποιώντας ιστορικά στοιχεία είτε παρατηρώντας την αγορά και καταγράφοντας πόσο αποτιμά τις επενδύσεις με κίνδυνο. Στη δεύτερη περίπτωση, γίνεται η υπόθεση ότι η αγορά είναι αποτελεσματική και ότι χρησιμοποιείται όλη η διαθέσιμη πληροφόρηση, ενώ χρησιμοποιεί τρέχουσες τιμές της αγοράς και όχι στοιχεία από προηγούμενα έτη. Βέβαια κατά την ανάλυση βάσει ιστορικών στοιχείων, ενυπάρχει η παραδοχή ότι η συμπεριφορά των επενδυτών δεν πρόκειται να διαφοροποιηθεί χρονικά. Το γεγονός αυτό όμως δεν ανταποκρίνεται στην πραγματικότητα, καθώς η ίδια η ιστορία έχει αποδείξει ότι το παρελθόν δεν μπορεί να αναπαριστά το μέλλον.

2.3.1.3 ΚΟΣΤΟΣ ΞΕΝΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

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

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

Για να υπολογιστεί το κόστος των ξένων κεφαλαίων πρέπει να βρεθεί το χρέος μετά φόρων το οποίο έχει αναλάβει η εν λόγω επιχείρηση. Ο υπολογισμός έχει ως εξής:

$$ΧΜΦ = ΧΠΦ(1-ΦΣ) \quad (2.14)$$

όπου:

ΧΜΦ: χρέος μετά φόρων

ΧΠΦ: χρέος προ φόρων

ΦΣ: φορολογικός συντελεστής

Επομένως, ο υπολογισμός του κόστους των ξένων κεφαλαίων αναγάζεται στον υπολογισμό των παραπάνω μεταβλητών. Όσον αφορά τα επιτόκια αγοράς αυτά είναι διαθέσιμα από τον τύπο και από μηνιαία δελτία που

Κεφάλαιο 2: Αποτίμηση αξίας της εταιρείας

διανέμουν οι τράπεζες. Ο κίνδυνος αδυναμίας εκπλήρωσης των υποχρεώσεων της εταιρείας όμως δεν είναι τόσο εύκολα μετρήσιμος. Ένας τρόπος είναι να παρατηρηθούν προηγούμενα δάνεια που έχει λάβει η εταιρεία και να χρεωθεί το ίδιο ή παραπλήσιο default risk σύμφωνα με την ανάλυση των τραπεζών που έκαναν τη χορήγηση. Ένας δεύτερος τρόπος είναι η εύρεση του λόγου κάλυψης των τόκων και σύμφωνα με αυτόν η απόδοση του κατάλληλου default risk από κατατάξεις που υπάρχουν (π.χ. Compustat). Από τη στιγμή που θα υπολογιστεί ο δείκτης κάλυψης των τόκων, βρίσκεται ο αντίστοιχος δείκτης αξιολόγησης (AAA, BB κτλ.) από διεθνείς επενδυτικούς οίκους (π.χ. Moody's, S&Ps) και το default spread που αποδίδεται και προσθέτοντας σε αυτό το risk free rate υπολογίζεται το κόστος των κεφαλαίων με το οποίο δανείζεται η επιχείρηση από τους χρεώστες της.

2.3.1.4 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΚΑΘΑΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

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

$$KTP = EP\Phi KT (1 - \Sigma\Phi) - (EK - A) - AKKM\chi \quad (2.15)$$

όπου:

Κεφάλαιο 2: Αποτίμηση αξίας της εταιρείας

ΚΤΡ	καθαρές ταμιακές ροές,
ΕΠΦΚΤ	έσοδα προ φόρων και τόκων,
ΣΦ	συντελεστής φορολογίας,
ΕΚ	έξοδα κεφαλαίου,
Α	Αποσβέσεις,
ΑΚΚΜΧ	αλλαγές κεφαλαίου κίνησης μη χρηματικές.

Τα έσοδα προ φόρων και τόκων υπάρχουν στις λογιστικές καταστάσεις των εταιρειών. Είναι σημαντική η χρήση των πιο πρόσφατων παραπάνω στοιχείων καθώς αυτά μπορούν να χρησιμοποιηθούν για πραγματοποίηση προβλέψεων. Επίσης, αυτό που θα πρέπει να επισημανθεί είναι ότι σε περίπτωση που το προεξοφλητικό επιτόκιο είναι το πραγματικό τότε πρέπει και οι Αδέσμευτες Ταμιακές Ροές να είναι και αυτές αποπληθωρισμένες.

Ιδιαίτερη προσοχή πρέπει επιπλέον να δοθεί και στο χειρισμό των εξόδων Έρευνας και Ανάπτυξης (E&A), τα οποία σύμφωνα με τις Γενικά Παραδεκτές Λογιστικές Αρχές αναγνωρίζονται ως έξοδα την περίοδο στην οποία γίνονται. Όμως, η αξία των περιουσιακών στοιχείων που δημιουργήθηκαν ή βελτιώθηκαν από την E&A δεν παρουσιάζεται στον Ισολογισμό και για αυτό θα πρέπει να γίνει κεφαλαιοποίηση των εξόδων αυτών, έτσι ώστε να καθίσταται ρεαλιστική η εικόνα της αξίας της επιχείρησης.

Η ίδια προσαρμογή μπορεί να γίνει και για τα έξοδα διαφήμισης όταν αυτά αποδεδειγμένα προσθέτουν αξία στην επιχείρηση, ενδεχομένως βελτιώνοντας την εικόνα της ή την αξία της επωνυμίας του προϊόντος της. Επίσης, επειδή η επιχείρηση μπορεί να έχει προβεί και σε μισθώσεις, τα έξοδα αυτά πρέπει να προστεθούν στο εισόδημα προ φόρων & τόκων γιατί πρόκειται για

Κεφάλαιο 2: Αποτίμηση αξίας της εταιρείας

χρηματοοικονομικά έξοδα, ενώ οι σχετικές αποσβέσεις να αφαιρεθούν, αφού όμως αρχικά οι τυχόν μελλοντικές λειτουργικές μισθώσεις προεξοφληθούν με επιτόκιο το κόστος των ξένων κεφαλαίων.

Εκτός όμως, από τα έσοδα προ φόρων και τόκων για τον υπολογισμό των καθαρών ταμειακών ροών λαμβάνουμε υπ' όψιν μας και το φορολογικό συντελεστή. Οι επιχειρήσεις εάν το επιτρέπει ο νόμος, έχουν το δικαίωμα να αποσβένουν τα στοιχεία του ενεργητικού τους με τη σταθερή μέθοδο, ενώ για να προκύψει το φορολογητέο εισόδημα έχουν τη δυνατότητα να χρησιμοποιούν την αύξουσα μέθοδο, έτσι ώστε το φορολογητέο εισόδημα που θα προκύψει να είναι μικρότερο. Επίσης, οι επιχειρήσεις μπορούν να αναβάλλουν την πληρωμή των φόρων αυξάνοντας το χρέος τους. Για τους παραπάνω λόγους η επιβολή και εφαρμογή του οριακού συντελεστή θεωρείται ακριβέστερη.

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

Τέλος, ο τελευταίος προσδιοριστικός παράγοντας των καθαρών ταμειακών ροών που πρέπει να αφαιρεθεί από το εισόδημα, είναι το κεφάλαιο κίνησης το οποίο δεν είναι σε χρηματικές μονάδες. Το κεφαλαίο κίνησης ενδέχεται να

Κεφάλαιο 2: Αποτίμηση αξίας της εταιρείας

αποδίδει κάποιες χρηματικές αποδόσεις αλλά το γεγονός αυτό δεν σημαίνει απαραίτητα ότι αυτό θα συμβαίνει πάντα. Έτσι, τα αποθέματα, οι λογαριασμοί πληρωτέοι και εισπρακτέοι πρέπει να αφαιρεθούν προκειμένου να βρούμε τις Αδέσμευτες Ταμειακές Ροές (ATP).

2.3.1.5 ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

Για να γίνει τελικά ο προσδιορισμός της αξίας της εταιρείας θα πρέπει να υπολογιστεί η τερματική της αξία και να προστεθούν σε αυτή διάφορα περιουσιακά στοιχεία όπως για παράδειγμα χρεόγραφα, συμμετοχές σε άλλες επιχειρήσεις, μετρητά κ.α. η χρήση της μεθόδου των μελλοντικών ταμειακών ροών στηρίζεται στην χρήση ενός μελλοντικού διαστήματος όπου θα υπάρχουν χρηματικές ροές. Αυτό το διάστημα δεν προκαθορίζεται και η εκτίμηση γίνεται τόσο δυσκολότερη όσο μεγαλύτερο είναι αυτή η χρονική περίοδος. Μέσα στα υποθετικά σενάρια τα οποία χρησιμοποιούνται για την εκτίμηση της αξίας της εταιρείας θα πρέπει ενδεχομένως να εξετασθεί και η περίπτωση χρεοκοπίας της εταιρείας. Εάν αυτό ληφθεί υπ'όψιν τότε είναι δυνατή η δημιουργία ξεχωριστών εντελώς σεναρίων για τις ATP και του WACC.

Όπως αναφέρθηκε και πρωτίτερα στην υπολογισθείσα αξία της επιχείρησης θα πρέπει να προστεθούν, εφόσον υπάρχουν, τα μετρητά, διάφορα εμπορεύσιμα χρεόγραφα και οι διάφορες συμμετοχές.

Κεφάλαιο 2: Αποτίμηση αξίας της εταιρείας

Μετρητά: Για τα μετρητά αρκεί να σημειώσουμε ότι εκτός από αυτά που είναι απαραίτητα για τη λειτουργία της επιχείρησης τα υπόλοιπα μπορούμε να τα προσθέσουμε στην αξία της επιχείρησης. Αυτό υφίσταται κυρίως στις βιομηχανικές επιχειρήσεις και όχι στις εμπορικές οι οποίες έχουν μεγαλύτερες ανάγκες μετρητών.

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

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

Κεφάλαιο 2: Αποτίμηση αξίας της εταιρείας

παρουσιάζονται ως εισροές στον πίνακα κίνησης κεφαλαίων (Εισροών-Εκροών).

Η εκτίμηση της αξίας εταιρείας με βάση τη Μέθοδο των Προεξοφλημένων Καθαρών Ταμιακών Ροών πραγματοποιείται σήμερα από μεγάλες χρηματοοικονομικούς και επενδυτικούς οίκους, όπως η McKinsey, Ernst and Young και άλλους.

2.3.2 ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΩΝ ΠΟΛΛΑΠΛΑΣΙΑΣΤΩΝ

Η προσέγγιση αυτή στην αποτίμηση εταιρειών βασίζεται στην συγκριτική ανάλυση των οικονομικών μεγεθών της υπό εκτίμηση εταιρείας σε σχέση με τα μεγέθη ενός δείγματος εισηγμένων στο Χρηματιστήριο εταιρειών του ίδιου κλάδου. Η συγκριτική αποτίμηση βασίζεται πάνω στο πώς παρόμοιες επενδύσεις αποτιμούνται από την αγορά. Ωστόσο, παρόμοιες επενδύσεις ακόμα και όταν αναφερόμαστε στον ίδιο κλάδο ενδέχεται να έχουν διαφορετικό ρίσκο, δυνατότητα ανάπτυξης και ATP. Βέβαια, από αυτό το τελευταίο απορρέει ότι η επένδυση προς εξέταση θα είναι υπεριμμημένη όταν η αγορά είναι υπεριμμημένη και υποτιμημένη όταν η αγορά είναι υποτιμημένη.

Οι πολλαπλασιαστές (Multiples) που μπορούν να χρησιμοποιηθούν διακρίνονται σε πολλαπλασιαστές εσόδων κεφαλαιοποίησης, λογιστικής αξίας, κερδών και ειδικών για κάθε κλάδο ξεχωριστά. Η διαδικασία αποτίμησης χρησιμοποιώντας πολλαπλασιαστές χωρίζεται σε τέσσερα

Κεφάλαιο 2: Αποτίμηση αξίας της εταιρείας

στάδια: α) στον καθορισμό του πολλαπλασιαστή, β) στην περιγραφή της κατανομής του πολλαπλασιαστή, γ) στον προσδιορισμό των παραγόντων που επηρεάζουν τον πολλαπλασιαστή και δ) στην ανεύρεση των κατάλληλων για σύγκριση επιχειρήσεων. Ένα κρίσιμο βήμα σε αυτή την μέθοδο αποτίμησης είναι η επιλογή του κατάλληλου δείγματος συγκρίσιμων εισηγμένων εταιρειών που παρουσιάζουν ομοιότητες με τις υπό εξέταση εταιρείες ως προς τα χαρακτηριστικά της λειτουργίας, τη διάρθρωση, την επίδοση, τις προοπτικές και τη θέση τους στην αγορά. Για κάθε εταιρεία του δείγματος υπολογίζεται ένας αριθμός δεικτών που συνήθως περιλαμβάνει βασικούς δείκτες που είναι διεθνώς αποδεκτοί, για παράδειγμα η Χρηματιστηριακή Αξία προς Κέρδη προ Φόρων (Market Price to Earnings Before Taxes) ή η Χρηματιστηριακή Αξία προς Σύνολο Ενεργητικού (Market Price to Total Assets), οι οποίοι χρησιμοποιούνται για την εκτίμηση της αξίας εταιρειών που δραστηριοποιούνται στο συγκεκριμένο κλάδο.

Συντελεστές συγκρισιμότητας δύνανται να καθοριστούν για την κάθε εταιρεία του δείγματος με σκοπό την καλύτερη προσαρμογή του δείγματος με βάση τους παραπάνω δείκτες. Αυτοί οι συντελεστές συγκρισιμότητας υπολογίζονται σε σχέση με την εγγύτητα των μεγεθών (Κέρδη προ Φόρων, Σύνολο Ενεργητικού) των εταιρειών που απαρτίζουν το δείγμα, με τα αντίστοιχα οικονομικά μεγέθη της υπό εξέταση εταιρείας, καθώς και σε σχέση με την εγγύτητα του αντικειμένου δραστηριότητάς τους με το αντικείμενο δραστηριότητας της αποτιμώμενης εταιρείας. Η αξία της υπό εξέταση εταιρείας προκύπτει από τον πολλαπλασιασμό των προαναφερθέντων δεικτών με τα αντίστοιχα οικονομικά μεγέθη της.

2.3.2.1 ΚΑΘΟΡΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΠΟΛΛΑΠΛΑΣΙΑΣΤΗ

Το βασικό στοιχείο στον καθορισμό του πολλαπλασιαστή είναι ότι ο αριθμητής και ο παρανομαστής του πολλαπλασιαστή πρέπει να είναι συγκρίσιμοι. Επίσης, οι πολλαπλασιαστές πρέπει να είναι υπολογισμένοι για το ίδιο χρονικό διάστημα, έτσι ώστε να είναι και συγκρίσιμοι. Επιπλέον, οι λογιστικές πρακτικές πρέπει και αυτές να είναι ίδιες για τις επιχειρήσεις γιατί το αντίθετο θα κατέληγε σε διαφορετικό προσδιορισμό των εσόδων ανά μερίδιο μεταξύ των επιχειρήσεων.

2.3.2.2 ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΚΑΤΑΝΟΜΗΣ ΤΟΥ ΠΟΛΛΑΠΛΑΣΙΑΣΤΗ

Για την αποφυγή χρήσης ακραίων και μη φυσιολογικών τιμών, θα πρέπει να δοθεί βάση στον τρόπο με τον οποίο κατανέμονται οι πολλαπλασιαστές μεταξύ των διαφόρων κλάδων, ώστε να παρατηρηθεί ποιος κλάδος είναι υπερτιμημένος και ποιος υποτιμημένος. Η ανάλυση εμπεριέχει την εύρεση του μέσου και της τυπικής απόκλισης. Όλοι οι πολλαπλασιαστές από μόνοι τους δε μας δίνουν μεγάλη πληροφόρηση, οπότε πρέπει να τους εξετάσουμε στα πλαίσια της αγοράς, του κλάδου και του ιστορικού της ίδιας της επιχείρησης.

2.3.2.3 ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΛΛΑΠΛΑΣΙΑΣΤΗ

Ο προσδιοριστικός παράγοντας των πολλαπλασιαστών είναι το κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης που αντιπροσωπεύει τον κίνδυνο, το ρυθμό ανάπτυξης και τις ΑΤΡ που αναμένεται να έχει μια εταιρεία μελλοντικά. Στην πιο απλή της μορφή, για μια εταιρεία με σταθερή ανάπτυξη, η αξία των ιδίων κεφαλαίων υπολογίζεται όπως φαίνεται παρακάτω και είναι παρεμφερής τρόπος με εκείνον που είδαμε κατά την ανάπτυξη του μοντέλου του Gordon:

$$ValueOfEquity = P_o = \frac{DPS_1}{k_e - g_n} \quad (2.15)$$

όπου:

DPS_1 τα αναμενόμενα μερίσματα τον επόμενο χρόνο,

k_e το κόστος των ιδίων κεφαλαίων,

g_n ο αναμενόμενος σταθερός ρυθμός ανάπτυξης.

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

$$\frac{P_o}{EPS_o} = \frac{PayoutRatio * (1 + g_n)}{k_e - g_n} \quad (2.16)$$

όπου:

EPS: έσοδα ανά μετοχή

Κεφάλαιο 2: Αποτίμηση αξίας της εταιρείας

Για μια εταιρεία με υψηλό αρχικό ρυθμό ανάπτυξης για τα n πρώτα χρόνια που ακολουθείται από ένα σταθερό ρυθμό ανάπτυξης για τα υπόλοιπα χρόνια, η σχέση που δίνει το λόγο P/E διαμορφώνεται ως εξής:

$$\frac{P_0}{EPS_0} = PE = \frac{PayoutRatio(1+g) - \left(\frac{1+g}{1+r}\right)^n}{r-g} + \frac{PayoutRatio(1+g_n)(1+g)^n}{(r_n - g_n)(1+r)^n} \quad (2.17)$$

όπου:

EPS ₀	έσοδα ανά μετοχή,
g	ρυθμός ανάπτυξης τα πρώτα n χρόνια,
r	απαιτούμενη απόδοση κεφαλαίου τα πρώτα n χρόνια,
Payout Ratio	πληρωμή μερισμάτων τα πρώτα n χρόνια,
g_n	ρυθμός ανάπτυξης μετά τα πρώτα n χρόνια,
r_n	απαιτούμενη απόδοση κεφαλαίου μετά τα πρώτα n χρόνια,
Payout Ratio _n	πληρωμή μερισμάτων μετά τα πρώτα n χρόνια.

Από τους παραπάνω τύπους μπορούμε εύκολα να δούμε και πως κινούνται οι προσδιοριστικοί παράγοντες του P/E αν υποθέσουμε ωστόσο ότι μεταξύ τους υπάρχει γραμμική σχέση. Εάν αγνοήσουμε τους προσδιοριστικούς παράγοντες, τότε μπορεί να καταλήξουμε ότι μία μετοχή με P/E ίσο με 8 είναι φθηνότερη από μία άλλη με P/E ίσο με 12, ενώ ο πραγματικός λόγος μπορεί να είναι ότι η δεύτερη έχει μεγαλύτερο P/E γιατί αναμένεται να έχει μεγαλύτερο ρυθμό ανάπτυξης ή γιατί έχει υψηλότερη απόδοση ιδίων κεφαλαίων. Πολλές φορές οι αναλυτές συγκρίνουν το ρυθμό ανάπτυξης με το P/E προκειμένου να

Κεφάλαιο 2: Αποτίμηση αξίας της εταιρείας

εξακριβώσουν κάποια υποτίμηση ή κάποια υπερτίμηση μιας μετοχής. Το γεγονός αυτό όμως ελλοχεύει κάποιον κίνδυνο, καθώς εάν το P/E είναι χαμηλότερο από τον αναμενόμενο ρυθμό ανάπτυξης, τότε το συμπέρασμα ότι η μετοχή είναι υποτιμημένη ίσως να είναι λανθασμένο για εταιρείες με μεγάλο συντελεστή βήτα ή όταν τα επιτόκια είναι υψηλά. Γενικά πάντως, επικρατεί θετική σχέση μεταξύ P/E και ρυθμού ανάπτυξης και αρνητική σχέση μεταξύ P/E και επιτοκίων, βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων.

2.3.2.4 ΕΥΡΕΣΗ ΣΥΓΚΡΙΣΙΜΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

Η μέθοδος των Συγκρίσιμων Συναλλαγών (Comparative Transactions) υπολογίζει την αξία των υπό εξέταση εταιρειών συγκρίνοντάς τες με το τίμημα που καταβλήθηκε για παρόμοιες εταιρείες στα πλαίσια αντίστοιχων εξαγορών και συγχωνεύσεων που έλαβαν χώρα στο πρόσφατο παρελθόν. Το πιο κρίσιμο στάδιο της αποτίμησης είναι η επιλογή κατάλληλου δείγματος συναλλαγών που πραγματοποιήθηκαν κατά την διάρκεια των τελευταίων χρόνων και οι οποίες παρουσιάζουν ομοιότητες με τις υπό εξέταση εταιρείες.

Τα κριτήρια για την παραπάνω επιλογή, εκτός της εγγύτητας του χρόνου πραγματοποίησης της συναλλαγής, μπορεί να είναι οι ομοιότητες στις δραστηριότητες των υπό εξέταση εταιρειών, στη διάρθρωσή τους, στην επίδοσή τους και στη θέση τους στην αγορά. Συντελεστές βαρύτητας δύναται να καθοριστούν για την κάθε συναλλαγή του δείγματος με σκοπό την καλύτερη προσαρμογή του δείγματος με βάση τα παραπάνω κριτήρια. Η αξία των υπό εξέταση εταιρειών προκύπτει από τον πολλαπλασιασμό των

Κεφάλαιο 2: Αποτίμηση αξίας της εταιρείας

οικονομικών στοιχείων της εταιρείας με τους αντίστοιχους πολλαπλασιαστές των εταιρειών του δείγματος. Με τον όρο συγκρίσιμη εταιρεία εννοούμε μία επιχείρηση με τα ίδια χαρακτηριστικά κόστους κεφαλαίου, ATP και ρυθμό ανάπτυξης.

Ωστόσο, πολλές φορές για απλοποίηση χρησιμοποιούνται επιχειρήσεις με το ίδιο μέγεθος και φυσικά από τον ίδιο κλάδο υποθέτοντας ότι αφού μιλάμε για επιχειρήσεις με το ίδιο μέγεθος οι παραπάνω υποθέσεις πληρούνται. Επιπλέον, υπάρχουν και εναλλακτικοί τρόποι προσδιορισμού συγκρίσιμης επιχείρησης, χρησιμοποιώντας στοιχεία, όπως ο συντελεστής βήτα, η απόδοση των κεφαλαίων και ο αναμενόμενος ρυθμός αύξησης των εσόδων. Ωστόσο, πρέπει να αναφερθεί ότι, δεν ενδείκνυται η σύγκριση επιχειρήσεων μεταξύ χωρών, καθώς είναι αρκετά δύσκολο να γίνουν οι απαραίτητες προσαρμογές στα επιτόκια, τον πληθωρισμό και το risk premium της κάθε χώρας. Επίσης, πρέπει να ληφθεί υπ' όψιν για όλες τις μεταβλητές η ίδια χρονική περίοδος.

Βέβαια, πρέπει η επιλογή της συγκρίσιμης επιχείρησης να γίνει με πολύ προσοχή για αποφυγή λανθασμένων συμπερασμάτων. Το τελευταίο διορθώνεται εάν χρησιμοποιηθούν για τη σύγκριση περισσότερες επιχειρήσεις που θεωρούμε συγκρίσιμες και να χρησιμοποιηθεί ο υπολογισμένος μέσος όρος των P/E ή εναλλακτικά μπορεί να γίνει μία πρόβλεψη του υπό εξέταση λόγου P/E χρησιμοποιώντας τη μέθοδο της παλινδρόμησης ως εξαρτημένη μεταβλητή και ως ανεξάρτητες το ρυθμό ανάπτυξης, το κόστος κεφαλαίου που αντανακλά τον κίνδυνο και τις ATP. Παράλειψη της εξέτασης αυτών των

Κεφάλαιο 2: Αποτίμηση αξίας της εταιρείας

στοιχείων θα ισοδυναμούσε με μία απλή σύγκριση των λόγων P/E μεταξύ επιχειρήσεων χωρίς τη δυνατότητα εξαγωγής ασφαλών συμπερασμάτων.

Τέλος το P/E, σε συνδυασμό με το οριακό κέρδος των επιχειρήσεων θα μπορούσε να λειτουργήσει ως μηχανισμός πρόβλεψης για το εάν μία επιχείρηση είναι υποτιμημένη ή υπερτιμημένη.

2.3.3 ΑΝΑΜΟΡΦΩΜΕΝΗ ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ

Σύμφωνα με αυτή τη μέθοδο οι εταιρείες αποτιμούνται βάσει του καθαρού ενεργητικού τους (καθαρή λογιστική αξία). Η λογιστική αξία του καθαρού ενεργητικού των εταιρειών μπορεί να διαφέρει σημαντικά από την πραγματική οικονομική αξία τους. Είναι κατά συνέπεια απαραίτητο να υπολογιστεί η αναμορφωμένη λογιστική αξία της καθαρής θέσης των εταιρειών, η οποία λαμβάνει υπ' όψιν της σφάλματα μέτρησης. Σε κάθε περίπτωση, η λογιστική αξία της καθαρής θέσης μπορεί να χρησιμοποιηθεί σαν εναρκτήριο σημείο από το οποίο ο αποτιμητής μπορεί να καταλήξει στις επιμέρους αποτιμήσεις των διαφόρων στοιχείων του ενεργητικού.

Η αποτίμηση του καθαρού ενεργητικού υπολογίζεται παίρνοντας την καθαρή λογιστική αξία της κάθε εταιρείας και προσαρμόζοντάς την στην αγοραία αξία, υποθέτοντας κανονική ρευστοποίηση των στοιχείων ενεργητικού και παθητικού και παρομοίων μη καταγεγραμμένων υποχρεώσεων. Τέτοιες προσαρμογές μπορεί να περιλαμβάνουν τα παρακάτω:

Κεφάλαιο 2: Αποτίμηση αξίας της εταιρείας

Αλλαγή στην εκτίμηση παγίων στοιχείων: Συνήθως οι εταιρείες είναι ιδιοκτήτες ακινήτων και άλλων περιουσιακών στοιχείων τα οποία έχουν αγοραία αξία σημαντικά διαφορετική από την αναπόσβεστη αξία που εμφανίζεται στον ισολογισμό.

Αλλαγή στην αγοραία αξία επενδύσεων: Το επενδυτικό χαρτοφυλάκιο παρουσιάζεται στην αξία κτήσης του. Εάν οι τιμές της αγοράς διαφέρουν σημαντικά από την αντίστοιχη αξία κτήσης, τότε η καθαυτή διαφορά των δύο θα πρέπει να προστεθεί στην λογιστική αξία.

Φόροι Εισοδήματος (Τρέχοντος έτους και Μελλοντικοί): Πολλές φορές σε ενδιάμεσες οικονομικές καταστάσεις οι εταιρείες δεν διενεργούν προβλέψεις για φόρους εισοδήματος ούτε και για φόρους από ετεροχρονισμούς λόγω της φορολογικής βάσης τού ενεργητικού και του παθητικού και αυτής που εμφανίζεται στις οικονομικές τους καταστάσεις. Σε κάθε περίπτωση τα κέρδη της εκάστοτε περιόδου πρέπει να υπόκεινται σε υπολογισμό φόρου εισοδήματος είτε της τρέχουσας περιόδου είτε των μελλοντικών χρήσεων, λόγω ετεροχρονισμού, και να γίνεται η αντίστοιχη καταχώρησή τους στα λογιστικά βιβλία της εταιρείας.

Αλλαγή στις προβλέψεις, περιλαμβανομένων των προβλέψεων για τα συνταξιοδοτικά δικαιώματα των εργαζομένων: Εάν η αξία των στοιχείων του ενεργητικού είναι χαμηλότερη από αυτή που αναφέρεται στα βιβλία της εταιρείας, θα πρέπει να σχηματιστεί αντίστοιχη πρόβλεψη, ώστε να εμφανιστούν τέτοια στοιχεία στην αξία ρευστοποίησης τους. Όσον αφορά το παθητικό, υπάρχουν περιπτώσεις όπου οι λογιστικές προβλέψεις για τα

Κεφάλαιο 2: Αποτίμηση αξίας της εταιρείας

συνταξιοδοτικά δικαιώματα των εργαζομένων βασίζονται περισσότερο σε φορολογικούς νόμους παρά σε έγκυρες αναλογιστικές μελέτες.

Η εν λόγω μεθοδολογία παρουσιάζει τα εξής χαρακτηριστικά:

Χρησιμοποιείται κυρίως σε περιπτώσεις εταιρειών μη συνεχιζόμενης δραστηριότητας ή νεοϊδρυθείσες, στις οποίες η αξία ρευστοποιήσεως των περιουσιακών στοιχείων του ενεργητικού αποτελεί ικανοποιητικό τρόπο αποτίμησης της συνολικής αξίας τους.

Η Αναμορφωμένη Καθαρή Θέση εταιρειών συνεχιζόμενης δραστηριότητας δεν ταυτίζεται με την πραγματική αξία της εταιρείας, διότι τα διάφορα περιουσιακά στοιχεία, οργανωμένα υπό μορφή επιχείρησης, αποκτούν συνολική ενιαία αξία διάφορη της επί μέρους αξίας τους.

Η συγκεκριμένη μέθοδος δεν λαμβάνει υπ' όψιν την υπεραξία (goodwill) των εταιρειών που ενδεχομένως να οφείλεται στην πελατεία τους, στο εκτεταμένο δίκτυό τους, στις συνέργιες με άλλες εταιρείες, στο στελεχιακό δυναμικό τους και στη διαπραγματευτική τους ισχύ.

Τέλος, η αξιοποίηση των αποτελεσμάτων που προκύπτουν από τη χρήση της μεθόδου αυτής πρέπει να εξεταστούν και αναλυθούν με ιδιαίτερη προσοχή για το λόγο ότι παρέχουν μία εκτίμηση της αξίας της εταιρείας εξετάζοντας μόνο τις παρελθούσες χρήσεις, χωρίς να λαμβάνει υπ' όψιν τις προοπτικές της, καθώς την αποτιμά στατικά στην οικονομική κατάσταση στην οποία βρίσκεται κατά την ημερομηνία αποτίμησης.

2.4 ΑΝΑΚΕΦΑΛΑΙΩΣΗ

Σε αυτό το κεφάλαιο εξετάσθηκαν διάφορες τεχνικές που είναι διαθέσιμες για την αποτίμηση και εκτίμηση εταιρειών των οποίων οι μετοχές διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο. Μια θεωρητική τεχνική αποτίμησης είναι το μοντέλο του Gordon, το οποίο τυγχάνει ιδιαίτερης προσοχής σε βιβλία χρηματοοικονομικού περιεχομένου για την αποτίμηση εταιρειών αλλά περιορισμένης χρήσης στην πραγματικότητα.

Σε αυτό το κεφάλαιο παρουσιάστηκαν η Μέθοδος των Προεξοφλημένων Καθαρών Ταμιακών Ροών, η Μέθοδος των Συγκρίσιμων Εταιρειών και τέλος η μέθοδος της Αναμορφωμένης Καθαρής Θέσης οι οποίες πρακτικά είναι εκείνες που χρησιμοποιούνται συνήθως από μεγάλους χρηματοοικονομικούς και επενδυτικούς οίκους. Σύμφωνα με την Μέθοδο των Προεξοφλημένων Καθαρών Ταμιακών Ροών, μια συγχώνευση μπορεί να θεωρηθεί ως ένα προϋπολογιστικό επενδυτικό σχέδιο. Η ακρίβεια των αποτελεσμάτων αυτών των μεθόδων εξαρτάται από τον επιλεχθέντα προεξοφλητικό παράγοντα. Ο παράγοντας αυτός μπορεί να τροποποιηθεί, ώστε να αντανakλά το επίπεδο κινδύνου του πωλητή. Συνεπώς με την χρήση του κατάλληλου προεξοφλητικού επιτοκίου, με το οποίο θα φέρουμε τις μελλοντικές ταμιακές ροές της επιχείρησης στο παρόν, γίνεται δυνατή η εκτίμηση της αξίας μιας εταιρείας, λαμβάνοντας υπ' όψιν τη διαχρονική αξία του χρήματος.

Το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου κρίνεται το καταλληλότερο για αυτήν την περίπτωση, γιατί αντιπροσωπεύει τον κίνδυνο των περιουσιακών στοιχείων και επομένως την αβεβαιότητα και το μέγεθος των ταμιακών ροών που

Κεφάλαιο 2: Αποτίμηση αξίας της εταιρείας

προβλέπεται να προκύψουν από αυτά. Το κόστος κεφαλαίου είναι η τιμή που πρέπει να πληρώσει η επιχείρηση για να πείσει τους προμηθευτές κεφαλαίων να επενδύσουν στην εταιρεία.

Στη συνέχεια παρουσιάστηκε η μέθοδος των πολλαπλασιαστών και πιο συγκεκριμένα του πολλαπλασιαστή P/E. Η λειτουργία της μεθόδου βασίζεται στην ύπαρξη όμοιων εταιρειών κάτι το οποίο είναι δύσκολο να προσδιοριστεί στην πράξη. Επιπλέον, ο υπολογισμός των κερδών ανά μετοχή γίνεται συχνά θύμα της δημιουργικής λογιστικής με αποτέλεσμα την αλλοίωση των συμπερασμάτων.

Τέλος σύμφωνα με την μέθοδο της αναμορφωμένης καθαρής θέσης οι εταιρείες αποτιμούνται βάσει του καθαρού ενεργητικού τους (καθαρή λογιστική αξία). Η λογιστική αξία του καθαρού ενεργητικού των εταιρειών μπορεί να διαφέρει σημαντικά από την πραγματική οικονομική αξία τους. Κατά συνέπεια είναι απαραίτητο να υπολογιστεί η αναμορφωμένη λογιστική αξία της καθαρής θέσης των εταιρειών η οποία λαμβάνει υπ' όψιν της σφάλματα μέτρησης. Σε κάθε περίπτωση, η λογιστική αξία της καθαρής θέσης μπορεί να χρησιμοποιηθεί σαν εναρκτήριο σημείο από το οποίο ο αποτιμητής μπορεί να καταλήξει στις επιμέρους αποτιμήσεις των διαφόρων στοιχείων του ενεργητικού.

Η τιμή την οποία πρέπει να πληρώσει ο αγοραστής μιας επιχείρησης δεν αντιπροσωπεύει αναγκαστικά και την αξία αυτής της επιχείρησης. Το χρηματικό ποσό που πρέπει να καταβληθεί για την εξαγορά είναι εκείνο το ποσό το οποίο απαιτείται για να γίνει η συναλλαγή τη δεδομένη χρονική στιγμή κάτω από τις συγκεκριμένες συγκυρίες. Λέγοντας συγκυρίες εννοούμε

Κεφάλαιο 2: Αποτίμηση αξίας της εταιρείας

τον αριθμό των ενδιαφερόμενων αγοραστών, τη ρευστότητα της επιχείρησης, το χρονικό περιθώριο για τη συναλλαγή, τις διαπραγματευτικές ικανότητες των εμπλεκόμενων μερών, την ευκολία εισόδου σε ένα κλάδο και την συγκεντροποίηση του κλάδου. Από την άλλη πλευρά βέβαια, η αξία αποδεικνύεται μόνο διαχρονικά από την πορεία της επιχείρησης. Η ανάλυση για τον προσδιορισμό της αξίας της εξαγοράζουσας επιχείρησης πρέπει να περιλαμβάνει εξέταση των ιστορικών χρηματοοικονομικών στοιχείων, των τάσεων του κλάδου αναφορικά με τις εξαγορές και συγχωνεύσεις, άλλων παραπλήσιων πράξεων στον ίδιο κλάδο, τα κίνητρα και τους στόχους των δύο συναλλασσομένων..

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Ø Patrick A. Gaughan, “Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings”, John Wiley and Sons, 1999.
- Ø Copeland, Tim, Tim Coller, and Jack Murrin, “Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies”, John Wiley 7 Sons, 1990.
- Ø Gordon, Myron, “The Investment, Financing and Valuation of the Modern Corporation”, Richard D. Irwin, 1962.
- Ø Michael Bradley, Anand Desai, and E. Han Kim, “Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and their Division between the Stock holders of Target and Acquiring Firms.” *Journal of Financial economics*, no.21, 1988
- Ø Agrawal A., J. F. Jaffe and G.N.Mandelker, “The Post Merger Performance of Acquiring Firms:A Reexamination of an Anomaly.” *Journal of Finance* 47, no.4, September 1992
- Ø Roll, Richard, “The hubris Hypothesis of Corporate takeovers.”, *Journal of Business* 59, no.2, April 1986
- Ø Pratt, Shannon, “Valuing a business”, Dow Jones Irwin, 1990.
- Ø Zvi Bodie & Robert C. Merton, “Finance”, Prentice Hall, 1999
- Ø Pablo Fernández, “Valuing Companies By Cash Flow Discounting: Ten Methods and Nine Theories” *IESE Research Papers D/451*, IESE Business School

Κεφάλαιο 2: Αποτίμηση αξίας της εταιρείας

- Ø Bodie, Kane, Marcus, "Investments ", Mac Graw Hill, Irwin, 2004.
- Ø Damodaran A, "Investment Valuation ", Wiley Frontiers, 1996
- Ø Damodaran A, "The Dark Side of Valuation ", Prentice Hall, 2001
- Ø Θωμαδάκης, Ξανθάκης, "Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου ", Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα, 1990

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΩΝ

3.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Όσες εταιρείες αποτολμούν το εγχείρημα μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς είθισται να έχουν ένα όραμα το οποίο επιχειρούν να εκπληρώσουν με τη συγκεκριμένη επιχειρηματική πράξη. Προκειμένου το όραμα να είναι ρεαλιστικό θα πρέπει να περιλαμβάνει ένα σχέδιο το οποίο ενδέχεται να επιφέρει μία σημαντική αλλαγή στην αγορά, λαμβάνοντας υπ' όψιν το σύνολο του ανταγωνιστικού περιβάλλοντος. Τελικός στόχος θα είναι, μέσα από μια σταδιακή εξέλιξη, η μεταβολή της υφιστάμενης θέσης της εταιρείας προς μια πιο επιθυμητή στον κλάδο κατάσταση. Κατά συνέπεια, το επιχειρηματικό εγχείρημα της συγχώνευσης ή της εξαγοράς είναι απαραίτητο να συνοδεύεται από μια στρατηγική.

Σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία υπάρχει ένας ικανός αριθμός απόψεων αναφορικά με τις αιτίες που οδηγούν σε μια συγχώνευση ή εξαγορά. Συμπερασματικά θα μπορούσε να εξαχθεί ότι δυο είναι οι βασικοί παράγοντες που καθιστούν τις επιχειρήσεις δεκτικές σε μια πιθανή συγχώνευση ή εξαγορά. Οι παράγοντες αυτοί είναι στρατηγικοί, όταν δηλαδή πραγματοποιείται μια κάθετη ή οριζόντια ολοκλήρωση και

Κεφάλαιο 3: Στρατηγική συγχωνεύσεων και εξαγορών

χρηματοοικονομικοί, όταν οι συνενούμενες εταιρείες αναζητούν για παράδειγμα μια ομαλοποίηση των ταμειακών τους ροών.

Το γνωστότερο κίνητρο μιας συγχώνευση ή μιας εξαγοράς είναι η αναμενόμενη συνέργια, που δημιουργείται μέσα από μια συγχώνευση ή εξαγορά. Στην επιχειρησιακή ορολογία, η συνέργια αναφέρεται στη δυνατότητα δυο ή περισσότερων μονάδων ή εταιρειών να δημιουργήσουν αθροιστικά μεγαλύτερη αξία εργαζόμενες από κοινού, συγκρινόμενη με την αξία που θα παρήγαγαν εάν εργάζονταν μεμονωμένα. Η απορρέουσα συνέργια από τον νέο επιχειρηματικό συνδυασμό, αποτελεί συχνά τον βασικότερο λόγο αιτιολόγησης της τιμής αγοράς μιας εταιρείας στόχου.

Παράλληλα, μια πιθανή αιτία που οδηγεί τις εταιρείες σε μια συγχώνευση ή μια εξαγορά είναι η ανάγκη τους να επεκταθούν ή και να διαφοροποιήσουν τις δραστηριότητές τους προς μια νέα επιχειρηματική κατεύθυνση. Στα πλαίσια της στρατηγικής κουλτούρας, ο εξαγοράζων αντιμετωπίζει την κάθε υπό συγχώνευση εταιρεία ως ένα νέο μέλος της συνεταιρικής του οικογένειας. Ένα τέτοιου τύπου επιχειρηματικό εγχείρημα έχει ως αποτέλεσμα την ενίσχυση της αξίας της εταιρείας, διαμέσου της διαδικασίας της ολοκλήρωσης. Οι στρατηγικές εξαγορές συχνά εμπεριέχουν συνδυασμούς εταιρειών στις ίδιες ή παρεμφερείς βιομηχανίες, ενώ οι συγχωνεύσεις στην ίδια βιομηχανία επιφέρουν μείωση κόστους.

Στο κεφάλαιο αυτό θα παρουσιαστεί ο ρόλος της συνέργιας, ως κατευθυντήριου παράγοντα σε μια συγχώνευση ή εξαγορά. Κατόπιν αναπτύσσεται η διαδικασία ολοκλήρωσης μίας εταιρείας εν όψει μιας συγχώνευσης ή μιας εξαγοράς και το κατά πόσο αυτό μπορεί να αποτελέσει

άλλο ένα κίνητρο για την πραγματοποίηση του εν λόγω επιχειρηματικού εγχειρήματος. Τέλος, παρουσιάζεται συνοπτικά ο ρόλος της διοίκησης κατά τη διάρκεια μιας συγχώνευσης ή μιας εξαγοράς, καθώς και το κατά πόσο η αλλαγή της διοίκησης είναι δυνατό να αποτελέσει κίνητρο για την μετάβαση σε μια νέα επιχειρηματική οντότητα.

3.2 ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΜΕΓΕΘΥΝΣΗΣ

Ένα από τα πιο θεμελιώδη κίνητρα για την υλοποίηση μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς είναι η στρατηγική μεγέθυνση (growth strategy). Μια εταιρεία μπορεί να αναπτυχθεί είτε εσωτερικά είτε εξωτερικά. Η εσωτερική ανάπτυξη ελλοχεύει πολλούς κινδύνους, ενώ η εξωτερική είναι πολύ ταχύτερη συγκριτικά χωρίς βέβαια αυτό να σημαίνει ότι η επιτυχία της είναι εγγυημένη. Οι εταιρείες, μετά από μια συγχώνευση ή μια εξαγορά, είναι δυνατόν να αναπτυχθούν μέσα στον κλάδο τους ή και εκτός αυτού. Η επέκταση των δραστηριοτήτων μιας εταιρείας εκτός του κλάδου της ισοδυναμεί με την πραγματοποίηση διαφοροποίησης ως προς το προϊόν ή την υπηρεσία που προσφέρει.

Εάν μια εταιρεία αποζητά να αναπτυχθεί μέσα στον κλάδο της, τότε έχει δυο επιλογές να εφαρμόσει, την εσωτερική και την εξωτερική ανάπτυξη. Ορισμένες φορές ωστόσο η εσωτερική ανάπτυξη δεν είναι μια κοινώς αποδεκτή πρακτική. Αυτό συμβαίνει όταν παρουσιαστεί μια περιορισμένης χρονικής ισχύος ευκαιρία για μια νέα επιχειρηματική δραστηριότητα, όπου ο

χρόνος που προαπαιτεί η εσωτερική ανάπτυξη είναι απαγορευτικός για την πραγματοποίηση εισόδου. Το γεγονός αυτό οφείλεται στο ότι, καθώς μια εταιρεία βρίσκεται στη φάση της εσωτερικής ανάπτυξης με αργούς ρυθμούς, οι ανταγωνιστές είναι πιθανόν να αντιδράσουν ακαριαία και να αναλάβουν εξολοκλήρου το μερίδιο αγοράς. Η μόνη λύση που διαφαίνεται να έχει μια εταιρεία σε τέτοιες περιπτώσεις, για να μπορέσει να αδράξει άμεσα την ευκαιρία που εμφανίστηκε στην αγορά, είναι η απόκτηση μιας άλλης εταιρείας που έχει έτοιμους τους απαραίτητους πόρους και τη διοίκηση για τη συγκεκριμένη δραστηριότητα. Τέτοιες ευκαιρίες μπορεί να αφορούν την ανάπτυξη ενός νέου προϊόντος ή την εξάπλωση των δραστηριοτήτων σε μια νέα γεωγραφική περιοχή, εγχειρήματα αναγκαία να πραγματοποιηθούν πριν προλάβει να αντιδράσει ο ανταγωνισμός, διεκδικώντας μερίδιο αγοράς.

3.3 ΣΥΝΕΡΓΙΑ

Οι επικερδείς απόρροιες συνέργιας (synergy) είναι συνήθως ανάμεσα στις επιδιώξεις των εταιρειών που υιοθετούν τη στρατηγική μεγέθυνσης μέσω των συγχωνεύσεων. Η συνέργια υφίσταται όταν το άθροισμα των μερών είναι πιο παραγωγικό ή πολύτιμο από ότι τα ίδια μέρη χωριστά και δημιουργεί αληθινά καθαρά οφέλη στην ενοποιημένη επιχείρηση, ωθώντας την αξία της τελευταίας να είναι μεγαλύτερη από το επιμέρους άθροισμα των δυο εταιρειών – μερών.

Κεφάλαιο 3: Στρατηγική συγχωνεύσεων και εξαγορών

Η ύπαρξη προσδοκώμενων ωφελειών μέσω της συνέργιας επιτρέπει στις εταιρείες να υφίστανται τα απαραίτητα έξοδα μιας διαδικασίας συγχώνευσης ή εξαγοράς και να είναι σε θέση να αποδώσουν στους μετόχους τα επιπλέον πριμ που αυτοί θα αποζητήσουν για την επένδυσή τους. Η συνέργια μπορεί να επιτρέψει στη νέα συνδυασμένη εταιρεία να έχει μια θετική αξία κτήσης (positive net acquisition value). Αν αναπαραστήσουμε σε μια εξίσωση τα παραπάνω, τότε προκύπτει ότι η αξία κτήσης μιας εταιρείας NAV (net acquisition value) θα πρέπει να ισούται με τη διαφορά της αξίας της νέας συνδυασμένης εταιρείας (V_{AB}) από την αξία της καθεμιάς από τις δύο εταιρείες (V_A και V_B), μείον το πριμ (P) που πληρώνεται για την εξαγοράζουσα εταιρεία και μείον έξοδα (E) της διαδικασίας συγχώνευσης ή εξαγοράς. Η διαφορά αυτή, η αξία κτήσης της εταιρείας, θα πρέπει να είναι θετική για να έχει νόημα το επιχειρηματικό εγχείρημα της συγχώνευσης ή εξαγοράς. Η σχέση (3.1) αναπαριστά αυτή τη διαφορά, δίνοντας την αξία κτήσης της εταιρείας.

$$NAV = V_{AB} - (V_A + V_B) - P - E \quad (3.1)$$

όπου:

NAV: η καθαρή αξία κτήσης της εταιρείας - net acquisition value,

V_{AB} : η συνδυασμένη αξία των δύο εταιρειών A και B,

V_B : η μετοχική αξία αγοράς της B,

P: το πριμ που πληρώνεται για την B,

E: τα έξοδα της διαδικασίας συγχώνευσης ή εξαγοράς,

Κεφάλαιο 3: Στρατηγική συγχωνεύσεων και εξαγορών

V_A : η αξία που δίνει η A στον εαυτό της.

Το μέρος $[V_{AB} - (V_A + V_B)]$ της σχέσης (3.1), αντιπροσωπεύει την επίδραση της συνέργιας και θα πρέπει να είναι μεγαλύτερο από το άθροισμα P+E, ώστε να δικαιολογείται η πραγματοποίηση της συγχώνευσης.

Οι τύποι της συνέργιας είναι δυο: η λειτουργική συνέργια, που αφορά την αύξηση των εσόδων και την περικοπή κόστους και η χρηματοοικονομική συνέργια, που αφορά τη μείωση του κόστους κεφαλαίου κατά τον συνδυασμό δυο ή περισσότερων εταιρειών. Οι δυο αυτοί τύποι αναλύονται στη συνέχεια.

3.3.1 ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΗ ΣΥΝΕΡΓΙΑ

Η λειτουργική συνέργια μπορεί να προέρχεται από την αύξηση των εσόδων της νέας συνδυασμένης εταιρείας. Το γεγονός αυτό είναι εφικτό καθώς μέσω της συγχώνευσης ή της εξαγοράς δημιουργείται ένα νέο ισχυρότερο προϊόν ή υπηρεσία, που μπορεί να αποφέρει βραχυπρόθεσμα ή μακροπρόθεσμα ανάπτυξη στα έσοδα.

Η ισχυροποίηση του προϊόντος ή της υπηρεσίας είναι πιθανόν να αποδοθεί στο νέο συνδυασμένο τρόπο μάρκετινγκ αυτών. Ένας τρόπος είναι η χρήση της επωνυμίας της μιας εταιρείας για το λανσάρισμα ενός νέου προϊόντος της εταιρείας στόχου. Ένας άλλος τρόπος είναι η χρήση του ισχυρού δικτύου διανομής που ενδεχομένως να έχει η εταιρεία στόχος, το οποίο η πλειοδότηρια εταιρεία να μην έχει τη δυνατότητα να αναπτύξει εγκαίρως, ώστε να

Κεφάλαιο 3: Στρατηγική συγχωνεύσεων και εξαγορών

προωθήσει διαμέσω αυτού το κατά τα άλλα επώνυμο και ισχυρό προϊόν της, προλαβαίνοντας τις κινήσεις των ανταγωνιστών της. Αυτού του τύπου η συνέργια, όμως, είναι δύσκολο να προβλεφθεί και ιδιαίτερα να ποσοτικοποιηθεί μέσα σε ένα μοντέλο αποτίμησης. Γι' αυτόν το λόγο, πολλές απόπειρες δημιουργίας παρόμοιου τύπου επιχειρηματικών συνδυασμών αποτυγχάνουν, εξαιτίας της αδυναμίας τους να υποδείξουν με σαφήνεια ποια θα είναι τελικά η ωφέλεια που θα προκαλέσει αύξηση στα έσοδα των συνενομένων εταιρειών.

Οι περισσότεροι αναλυτές προάγουν ως βασικό κίνητρο για την πραγματοποίηση μιας συγχώνευσης ή μιας εξαγοράς τη μείωση των εξόδων που θα προέλθει από τη συνένωση δυο εταιρειών. Το γεγονός αυτό, κατά βάση, οφείλεται στη δημιουργία οικονομιών κλίμακας, οι οποίες έχουν ως αποτέλεσμα τη μεγαλύτερη λειτουργικότητα των στοιχείων των συνενομένων εταιρειών και κατά συνέπεια τη μείωση του μοναδιαίου κόστους.

Οι εταιρείες που παίρνουν μέρος στην παραγωγική αλυσίδα προϊόντων, έχουν τόσο μεγαλύτερο κόστος παραγωγής όσο μικρότερη είναι η παραγόμενη ποσότητα. Αιτία είναι ότι τα πάγια κόστη διανέμονται σε χαμηλότερα επίπεδα παραγόμενης ποσότητας. Όσο αυξάνεται η παραγόμενη ποσότητα τόσο μειώνεται και το μοναδιαίο κόστος. Άλλες πηγές κέρδους, μέσα από τη λειτουργική συνέργια, είναι η δημιουργία ικανού εργατικού και διοικητικού δυναμικού, καθώς και η αποτελεσματική αξιοποίηση του εξοπλισμού. Οι δυο αυτές επικερδείς απόρροιες της λειτουργικής συνέργιας έχουν άμεση σχέση με την αύξηση της παραγωγικότητας.

Κεφάλαιο 3: Στρατηγική συγχωνεύσεων και εξαγορών

Μια άλλη όψη της λειτουργικής συνέργιας, η οποία συχνά συγχύζεται με τις οικονομίες κλίμακας, είναι οι οικονομίες πεδίου δράσης, μέσω των οποίων μια εταιρεία μπορεί να χρησιμοποιήσει ένα σύνολο εισαγόμενων πληροφοριών για να εξυπηρετήσει πλήθος εξαγόμενων προϊόντων και υπηρεσιών. Ο κλάδος που πρώτος ανέπτυξε τις οικονομίες πεδίου δράσης ήταν ο τραπεζικός, όπου η από κοινού χρήση εισαγόμενων πληροφοριών οδήγησε στη ικανότητα προσφοράς κατάλληλων προϊόντων σε ένα ευρύτερο κοινό με καταλληλότερα και επιτυχέστερα μέσα.

Από τα παραπάνω φαίνεται ότι η λειτουργική συνέργια είναι μια αναμενόμενη μετά τη συγχώνευση απόρροια, η οποία μάλιστα αποτελεί και σοβαρό κίνητρο για την υλοποίηση μιας συγχώνευσης. Η λειτουργική συνέργια πραγματοποιείται είτε μέσω δημιουργίας αλληλοσυμπληρούμενων λειτουργιών του μάρκετινγκ ή των δικτύων διανομής, είτε μέσω δημιουργίας οικονομιών κλίμακας που οδηγούν στη μείωση του μοναδιαίου κόστους, είτε μέσω δημιουργίας οικονομιών πεδίου δράσης όπου τα ίδια δεδομένα εισόδου για την αγορά μπορούν να εξυπηρετήσουν διαφορετικές ομάδες προϊόντων και πληροφοριών.

Στη συνέχεια παρουσιάζονται ορισμένες διαδικασίες που εμφανίζονται κατά την πραγματοποίηση μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς και οι οποίες σχετίζονται με την αναμενόμενη συνέργια που το εγχείρημα αυτό θα αποφέρει. Μια διαδικασία είναι η καταβολή ενός πριμ από την πλειοδότηρα εταιρεία που αντικατοπτρίζει κατά μια έννοια την απορρέουσα συνέργια που θα δημιουργηθεί μέσα από την νέα επιχειρηματική οντότητα.

Συνέργια και πριμ εξαγοράς

Υπάρχει πολύ μεγάλη διαφορά μεταξύ της τιμής μιας μετοχής, όπως αυτή διαπραγματεύεται στο χρηματιστήριο, και της τιμής του συνόλου των 51% των μετοχών μιας εταιρείας, οι οποίες θα προσφέρουν τον αποτελεσματικό έλεγχο της εταιρείας στον ιδιοκτήτη τους. Όταν ένας επενδυτής αγοράζει αρκετές μετοχές ώστε να μπορεί να ελέγχει μια εταιρεία, τότε αγοράζει δυο προϊόντα: την επένδυση που του αποφέρει η αγορά αυτών των μετοχών αλλά και το δικαίωμα να ελέγχει και να μπορεί να αλλάξει τη στρατηγική κατεύθυνση της εταιρείας. Ο έλεγχος επιτρέπει στον αγοραστή να διαχειριστεί το ενεργητικό της εταιρείας στόχου κατά τέτοιον τρόπο, ώστε να μεγιστοποιείται η αξία των μετοχών του. Το επιπρόσθετο αυτό χαρακτηριστικό έχει το τίμημά του, που είναι η ανταμοιβή για τον έλεγχο (control premium) της εταιρείας.

Η εν λόγω ανταμοιβή επηρεάζεται από παράγοντες της προσφοράς και της ζήτησης. Η ποσότητα των μετοχών της εταιρείας στόχου είναι σταθερή σε οποιαδήποτε χρονική στιγμή. Αυτό βέβαια προϋποθέτει ότι η εταιρεία δεν θα μεταβάλλει τις μετοχές της σε μια προσπάθεια να αντικρούσει μια μη ευπρόσδεκτη προσφορά. Όταν ένας πλειοδότης αγοράζει ένα μεγάλο μέρος μετοχών, τότε η τιμή είναι πιθανόν να ανέβει.

Οι πλειοδότες συχνά θεωρούν την αναμενόμενη συνέργια, ως ένα λόγο για να καταβάλουν το επιπλέον ποσό (premium) κατά τη συγχώνευση ή την εξαγορά μιας εταιρείας. Λόγω του ότι όμως στην πράξη έχει αποδειχθεί ότι τα αναμενόμενα αποτελέσματα από τη συνέργια δεν είναι πάντα εφικτά και

Κεφάλαιο 3: Στρατηγική συγχωνεύσεων και εξαγορών

πραγματοποιήσιμα, η αγορά αρκετές φορές θέτει υπό αμφισβήτηση το κατά πόσο είναι σκόπιμη η πληρωμή του premium, ιδιαίτερα όταν αυτό είναι υψηλό. Είναι σαφές επομένως ότι για να έχει νόημα η πληρωμή της εν λόγω ανταμοιβής, τα αποτελέσματα συνέργιας θα πρέπει να οδηγήσουν σε βελτιωμένες αποδόσεις των συναλλασσόμενων εταιρειών, μέσα στα προσεχή έτη από την πραγματοποίηση της συγχώνευσης ή της εξαγοράς. Πιο συγκεκριμένα, θα πρέπει το καταβληθέν ποσό της ανταμοιβής (P), να είναι μικρότερο από την καθαρή παρούσα αξία των αναμενόμενων ωφελειών, $SGn/(1+r)$, από τη συνέργια. Δηλαδή, σύμφωνα με τα παραπάνω η ανταμοιβή P θα πρέπει να ισούται με το άθροισμα των αξιών των αναμενόμενων ωφελειών, προεξοφλημένων στο χρόνο απόδοσης του πριμ με ένα συντελεστή r :

$$P = SG_1/(1+r) + SG_2/(1+r)^2 + \dots + SG_n/(1+r)^n \quad (3.3)$$

όπου:

n : το πλήθος των χρονικών περιόδων όπου πραγματοποιείται η συνέργια και

SG_i : η αναμενόμενη συνέργια i προεξοφλημένη στο χρόνο απόδοσης του πριμ P με συντελεστή r .

Ένας από τους παράγοντες που περιπλέκουν το ζήτημα του καταβληθέντος τιμήματος είναι ότι αυτό προκαταβάλλεται σε αντίθεση με τις ωφέλειες των

Κεφάλαιο 3: Στρατηγική συγχωνεύσεων και εξαγορών

επικείμενων συνεργιών, που υλοποιούνται δια μέσου της παρόδου του χρόνου. Όσο βαθύτερα μέσα στο χρόνο υλοποιηθούν αυτές οι ωφέλειες τόσο μικρότερη θα είναι και η παρούσα αξία τους. Παράλληλα, όσο μεγαλύτερο είναι το προεξοφλητικό επιτόκιο που χρησιμοποιείται για να μετατρέψει σε παρούσα αξία τις εν λόγω ωφέλειες, τόσο δυσκολότερο θα είναι το να δικαιολογηθεί ένα ποσοτικά μεγάλο καταβληθέν τίμημα για τις απορρέουσες συνέργιες. Επιπλέον, όσο μεγαλύτερο είναι το καταβληθέν τίμημα, τόσο μεγαλύτερη θα είναι και η ασκούμενη πίεση στην οποία θα υπόκειται ο νέος επιχειρηματικός συνδυασμός, ώστε να επιτύχει υψηλές αποδόσεις στις μελλοντικές αναμενόμενες ωφέλειες συνέργιας.

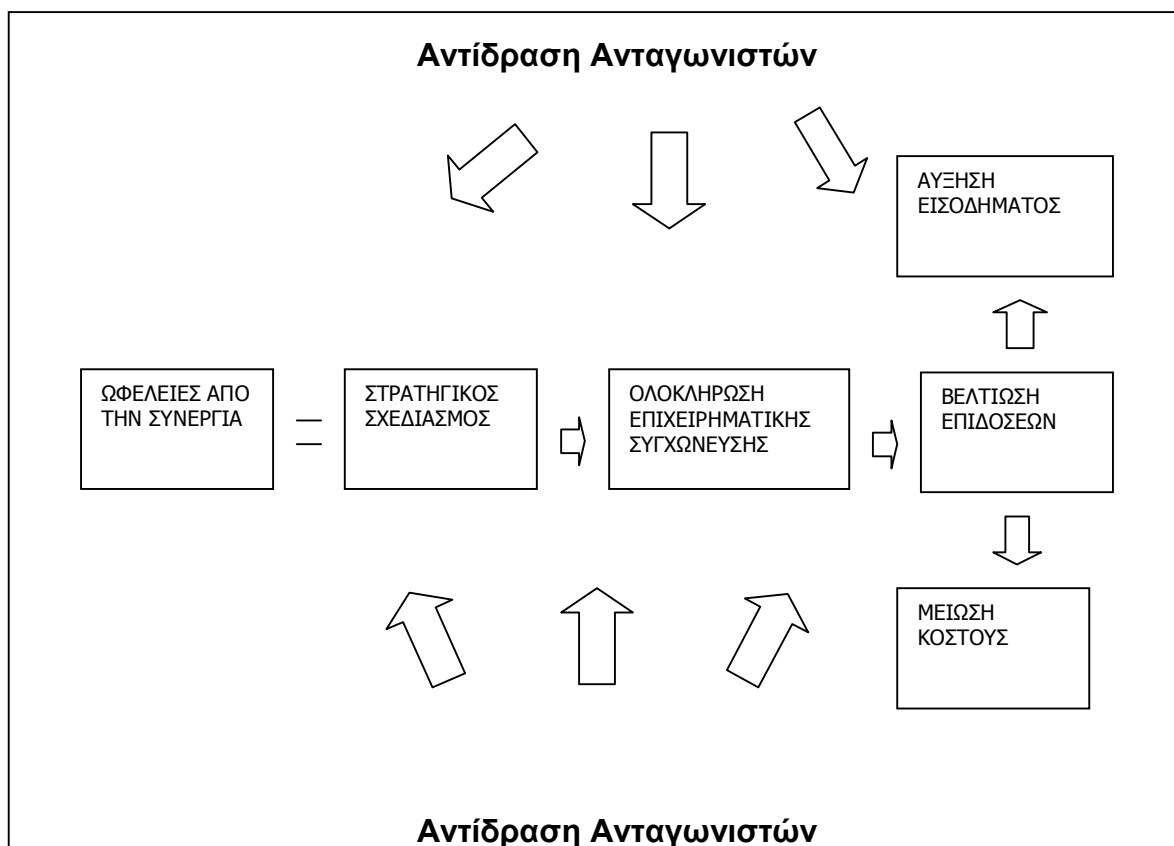
Διαδικασία υλοποίησης ωφελειών από τη συνέργια

Για να πραγματοποιηθούν επιτυχώς οι αναμενόμενες ωφέλειες συνέργιας θα πρέπει να έχει προηγηθεί ένας σωστός επιχειρηματικός σχεδιασμός και φυσικά οι αναμενόμενες ωφέλειες να ανταποκρίνονται στην πραγματικότητα. Ορισμένες φορές, οι πιέσεις που ασκούνται για την επιτάχυνση των διαδικασιών συγχώνευσης έχουν ως αποτέλεσμα τον ελλιπή ή βιαστικό επιχειρηματικό σχεδιασμό, γεγονός το οποίο συμβαίνει όταν κατά τη διάρκεια της συγχώνευσης υπάρχει αντίσταση από την εταιρεία στόχο ή όταν υπάρχουν πολλές εταιρείες πλειοδότες. Η γνώση του κλάδου στον οποίο θα δραστηριοποιηθεί ο νέος επιχειρηματικός συνδυασμός, βοηθά στον καθορισμό σαφέστερων και ευκολότερα πραγματοποιήσιμων στόχων συνέργιας.

Κεφάλαιο 3: Στρατηγική συγχωνεύσεων και εξαγορών

Μετά την πραγματοποίηση της συγχώνευσης γίνεται η ολοκλήρωση των δυο ξεχωριστών επιχειρήσεων. Ο συνδυασμός της διαφορετικής κουλτούρας μεταξύ των δυο εταιρειών θα πρέπει κανονικά να έχει εντοπισθεί, καθώς η ανομοιομορφία σε ένα τέτοιο επίπεδο πολύ δύσκολα εκφράζεται ή ποσοτικοποιείται μέσα σε ένα χρηματοοικονομικό μοντέλο. Παρόλα' αυτά, η διοίκηση των εταιρειών που προτίθενται να μεταβούν σε μια συγχώνευση μπορούν να εντοπίσουν τις διαφορές κουλτούρας που ενδέχεται να ενυπάρχουν μεταξύ τους, κατά τη διάρκεια των προ της συγχώνευσης διαπραγματεύσεων.

Η διαδικασία πραγματοποίησης ωφελειών συνέργιας φαίνεται στο Διάγραμμα 3.1 όπου οι αναμενόμενες ωφέλειες συνέργιας διασπώνται σε δυο μέρη: σε εκείνες που προέρχονται από την αύξηση του εισοδήματος, μέσω των διασταυρούμενων πωλήσεων της ευρύτερης γραμμής προϊόντων και σε εκείνες που προέρχονται από τη μείωση του κόστους, μέσω της κατάργησης διπλού κόστους στις συγχωνευμένες εταιρείες. Κατά τη διάρκεια της διαδικασίας αυτής, ο πλειοδότης θα πρέπει να έχει την οξυδέρκεια να προβλέψει την αντίδραση των ανταγωνιστών, καθώς η αύξηση στα έσοδα, για παράδειγμα, είναι πιθανόν να γίνει εις βάρος των ανταγωνιστών, οι οποίοι φυσικά δεν θα παραμείνουν σε αδράνεια. Η ποικιλομορφία των πιθανών αντιδράσεων του ανταγωνιστικού περιβάλλοντος, αν και είναι δύσκολο να εκφραστεί συγκεκριμένα, θα πρέπει ωστόσο να λαμβάνεται και να εξετάζεται πάντα σοβαρά.



Διάγραμμα 3.1

Διαδικασία υλοποίησης ωφελειών από τη συνέργια

3.3.2 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΣΥΝΕΡΓΙΑ

Η χρηματοοικονομική συνέργια σχετίζεται με την επίδραση στο κόστος κεφαλαίου της πλειοδότης ή της εταιρείας στόχου. Υπό αυτή την έννοια, εφόσον υφίσταται χρηματοοικονομική συνέργια μετά τη συγχώνευση, το κόστος κεφαλαίου της εννοποιημένης επιχειρηματικής οντότητας θα πρέπει να μειωθεί. Οι επενδυτές επομένως θεωρούν ότι η μετά τη συγχώνευση επιχείρηση έχει μειωμένο ρίσκο, όταν ο συνδυασμός των ταμειακών ροών των δυο επιχειρήσεων είναι ο κατάλληλος. Σε αυτή την περίπτωση, θα είναι δυσκολότερο να βρεθεί η ολότητα των εταιρειών, προ μιας κατάστασης αδυναμίας εκπλήρωσης των υποχρεώσεων της.

Μέσα από μια συγχώνευση μπορεί να επιτευχθούν οικονομίες κλίμακας. Το γεγονός αυτό επιτυγχάνεται, αρχικά, λόγω της μείωσης του κόστους παραγωγής με τη λειτουργία σε υψηλότερες παραγωγικότητες, εν συνεχεία, λόγω της μείωσης του δυναμικού του τμήματος πωλήσεων και τέλος μέσω της κοινής χρήσης του δικτύου διανομής. Επίσης, πρέπει να αναφερθεί ότι μια μεγαλύτερη σε μέγεθος εταιρεία έχει καλύτερη πρόσβαση σε χρηματοοικονομικές αγορές, καθώς θεωρείται λιγότερο επικίνδυνη, με αποτέλεσμα να έχει μικρότερο κόστος δανεισμού συγκριτικά με μια μικρότερη σε μέγεθος εταιρεία.

3.3.3 ΔΙΑΦΟΡΟΠΟΙΗΣΗ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΙΣΟΔΟ ΣΕ ΠΙΟ ΚΕΡΔΟΦΟΡΟΥΣ ΚΛΑΔΟΥΣ

Ένας λόγος για τον οποίο η πλειοδότηρια εταιρεία μπορεί να αποφασίσει να πραγματοποιήσει μια μεγέθυνση διαφοροποίησης (conglomerate diversification) είναι το ότι ο νέος κλάδος στον οποίο σκοπεύει να επεκταθεί παρουσιάζεται περισσότερο κερδοφόρος. Η εν λόγω κατάσταση δημιουργείται, όταν ο κλάδος δραστηριότητας της εξαγοράστριας εταιρείας βρίσκεται στη φάση της ωρίμανσης ή όταν ο κλάδος της εταιρείας στόχου δείχνει να δίνει ευκαιρίες πραγματοποίησης πολύ μεγάλων κερδών.

Ένα σύνηθες πρόβλημα που οι πλειοδότηριες εταιρείες συναντούν κατά την είσοδό τους σε ένα νέο και πιο κερδοφόρο κλάδο είναι το ότι δεν μπορούν να έχουν τη διασφάλιση, ότι τα κέρδη που θα καρπωθούν θα έχουν μακρύ χρονικό ορίζοντα διάρκειας. Η εταιρεία που επεκτείνεται ενδέχεται να συναντήσει εμπόδια εισόδου κατά την απόπειρά της στο να δραστηριοποιηθεί σε έναν νέο κλάδο. Άλλωστε, μια εταιρεία που εισέρχεται σε έναν κλάδο όπου οι αποδόσεις είναι μεγάλες και τα εμπόδια εισόδου χαμηλά, θα πρέπει να ανταγωνιστεί με πολλές άλλες νεοεισελθείσες στον κλάδο εταιρείες. Η οικονομική θεωρία υπαγορεύει ότι μακροπρόθεσμα οι κλάδοι στους οποίους η είσοδος είναι δύσκολη αποδίδουν πάνω από το μέσο όρο. Ωστόσο, το φαινόμενο του ανταγωνισμού ωθεί μακροπρόθεσμα όλους τους κλάδους στο να έχουν ισοδύναμες αποδόσεις, οπότε το γεγονός πως ένας κλάδος είναι

Κεφάλαιο 3: Στρατηγική συγχωνεύσεων και εξαγορών

σήμερα περισσότερο κερδοφόρος από κάποιον άλλο, δε σημαίνει απαραίτητα ότι η κατάσταση αυτή θα συντηρηθεί και μελλοντικά. Ο αυξημένος αριθμός επομένως των ανταγωνιστών οδηγεί τελικά σε πτωτική τάση τις αποδόσεις του κλάδου. Το γεγονός αυτό, μπορεί να σημαίνει ότι ένα πρόγραμμα διαφοροποίησης για την είσοδο σε έναν περισσότερο κερδοφόρο κλάδο είναι πιθανόν να αποβεί ανεπιτυχές μελλοντικά.

Παρακάτω παρουσιάζονται οι οικονομικές ωφέλειες της διαφοροποίησης, όπου οι συμμετέχουσες εταιρείες εκμεταλλεύονται τις συνδυασμένες ταμειακές ροές για να έχουν μια ομαλότερη ροή κερδών από ότι κάθε μια επιμέρους εταιρεία χωριστά, καθώς και το πώς μπορεί να αντιλαμβάνονται και να αποδέχονται οι επενδυτές μια παρόμοια εξομάλυνση των κερδών όσον αφορά το δικό τους χαρτοφυλάκιο.

Οικονομικές ωφέλειες της διαφοροποίησης

Μια πιθανή περιοχή ωφέλειας από μια συγχώνευση μπορεί να είναι η δυνατότητα συνδιασφάλισης των συμμετεχόντων εταιρειών. Αυτό συμβαίνει όταν εταιρείες που δεν έχουν τέλεια συσχετισμένες ροές κερδών, συνδυαστούν και έτσι δημιουργήσουν μια νέα ενότητα, η οποία θα έχει λιγότερο ασταθείς ροές κερδών από ότι κάθε μια επιμέρους εταιρεία χωριστά.

Ένα παράδειγμα εξαγοράς εταιρείας της οποίας οι ροές κερδών έχουν αρνητική συσχέτιση με εκείνες της εξαγοράστριας εταιρείας θα μπορούσε να είναι μιας κυκλικής και μιας αντίστροφα κυκλικής εταιρείας. Όταν μια εταιρεία

Κεφάλαιο 3: Στρατηγική συγχωνεύσεων και εξαγορών

έχει κυκλική μορφή ταμειακών εισροών σημαίνει ότι τα κέρδη της επηρεάζονται πολύ από τις κυκλικές μεταβολές της οικονομίας. Η αυτοκινητοβιομηχανία και η χαλυβουργία είναι κλάδοι που συνήθως λειτουργούν κυκλικά. Ωστόσο, είναι αρκετά δύσκολο να βρεθούν εταιρείες που συμπεριφέρονται αντίστροφα κυκλικά σε σχέση με την οικονομία. Ευκολότερο είναι να εντοπιστούν εταιρείες των οποίων οι ταμειακές εισροές δεν επηρεάζονται εύκολα από τις κυκλικές μεταβολές της οικονομίας. Τυπικά, οι εταιρείες που παράγουν διαρκή καταναλωτικά αγαθά είναι εκείνες που επηρεάζονται περισσότερο από τους κύκλους της οικονομίας και ανάμεσα σε αυτές σημαντικότερη θέση κατέχει ο κλάδος των κατασκευών, που είναι ευάλωτος στην οικονομική ύφεση. Οι συγκεκριμένοι κλάδοι όμως, απολαμβάνουν πολύ μεγαλύτερη ανάπτυξη από τους υπόλοιπους, στις περιόδους οικονομικής άνθισης. Αποτέλεσμα είναι οι εταιρείες που ακολουθούν τους κύκλους της οικονομίας να αναζητούν σε μια πιθανή συγχώνευση εταιρείες που συμπεριφέρονται μη κυκλικά, ώστε να κατορθώσουν να μειώσουν τον κίνδυνο που αυτές παρουσιάζουν σε περιόδους οικονομικής ύφεσης.

Θεωρία επιχειρηματικής χρηματοοικονομικής και διαφοροποίησης

Σύμφωνα με τις χρηματοοικονομικές θεωρίες, η εξαγοράστρια εταιρεία, κατά τη διάρκεια μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς, προσφέρει στους μετόχους της μια υπηρεσία την οποία θα μπορούσαν να επιτελέσουν και οι ίδιοι διαφοροποιώντας το χαρτοφυλάκιο τους κατάλληλα. Αν υποτεθεί δηλαδή ότι

Κεφάλαιο 3: Στρατηγική συγχωνεύσεων και εξαγορών

ο βασικός λόγος μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς είναι η διαφοροποίηση και η χρήση των συνδυασμένων ταμειακών ροών για την μείωση του κινδύνου, τότε οι μέτοχοι θα μπορούσαν ενδεχομένως να αντιπαρατεθούν στη δημιουργία αυτής της νέας επιχειρηματικής οντότητας. Το γεγονός αυτό θα οφείλεται στο ότι οι μέτοχοι της εξαγοράστριας εταιρείας είναι πιθανόν να έχουν επενδύσει συνειδητά στην εταιρεία αυτή γιατί θέλουν να έχουν τις κυκλικές μεταβολές που αυτή έχει στον οικονομικό της κύκλο, ώστε να εξομαλύνουν τις ταμειακές ροές του δικού τους χαρτοφυλακίου. Για τους μετόχους επομένως μιας εταιρείας, η υπηρεσία που θα τους προσφέρει μια συγχώνευση ή εξαγορά που θα εξυπηρετεί τους λόγους που προαναφέρθηκαν, ενδέχεται να μην είναι επιθυμητή. Το γεγονός αυτό οφείλεται στους αντικρουόμενους στόχους που μπορεί να έχει η οικονομική συμπεριφορά του προσωπικού χαρτοφυλακίου του επενδυτή σε σχέση με την επιδιωκόμενη συμπεριφορά του χαρτοφυλακίου της εξαγοράστριας εταιρείας μέσω της συγχώνευσης ή της εξαγοράς.

Ένα άλλο μειονέκτημα των συγχωνεύσεων που υποκινούνται από την στρατηγική διαφοροποίησης είναι η επέκταση των διοικητικών ικανοτήτων της πλειοδότης εταιρείας, σε πεδία εκτός του γνωστικού αντικειμένου και εμπειρίας της. Αυτό συμβαίνει διότι η διοίκηση μιας εταιρείας μπορεί να είναι επιτυχημένη σε ένα ορισμένο κλάδο δραστηριοτήτων, χωρίς κατ' ανάγκη αυτό να σημαίνει ότι θα εξακολουθήσει να είναι επιτυχημένη και σε έναν εντελώς νέο κλάδο, όπου κινείται η εταιρεία στόχος, μέσω της οποίας πραγματοποιείται η διαφοροποίηση.

3.4 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΚΙΝΗΤΡΑ

Εκτός από τα κίνητρα για δημιουργία οικονομιών κλίμακας και επίτευξη διαφοροποίησης, υπάρχουν και ορισμένα άλλα οικονομικά κίνητρα που οδηγούν σε συγχωνεύσεις και εξαγορές, μέσω της οριζόντιας και της κάθετης ολοκλήρωσης. Η οριζόντια ολοκλήρωση αποσκοπεί στο να αυξήσει το μερίδιο αγοράς και την εξασκούμενη δύναμη επί της αγοράς αυτής, μέσω της συγχώνευσης ή εξαγοράς των ανταγωνιστικών εταιρειών. Η κάθετη ολοκλήρωση αναφέρεται στην συγχώνευση ή εξαγορά εταιρειών, οι οποίες έχουν μια σχέση προμηθευτή και πελάτη.

3.4.1 ΟΡΙΖΟΝΤΙΑ ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗ

Η οριζόντια ολοκλήρωση οδηγεί στην αύξηση του μεριδίου αγοράς. Η ενέργεια αυτή συνεπάγεται ότι ο νέος επιχειρηματικός συνδυασμός θα έχει διαφορετική ισχύ μέσα στην αγορά που δραστηριοποιείται. Το μέγεθος της ασκούμενης ισχύος εξαρτάται από το μέγεθος των εταιρειών που συνδυάζονται και από τη μορφή των ανταγωνιστικών δυνάμεων που επικρατούν στον αντίστοιχο κλάδο. Σύμφωνα με την οικονομική θεωρία η δομή της αγοράς μπορεί να κυμαίνεται μεταξύ δυο άκρων. Το ένα, αντιπροσωπεύει τον καθαρό ανταγωνισμό και το άλλο το μονοπώλιο. Σε ένα καθαρά ανταγωνιστικό περιβάλλον η αγορά περιλαμβάνει πολλούς αγοραστές

Κεφάλαιο 3: Στρατηγική συγχωνεύσεων και εξαγορών

και πωλητές, τέλεια πληροφόρηση και ομογενοποιημένα, μη διαφοροποιημένα προϊόντα. Υπό αυτές τις συνθήκες, κάθε πωλητής δεν έχει τη δυνατότητα να επηρεάσει την αγοραία τιμή. Σε ένα μονοπωλιακό περιβάλλον από την άλλη, η αγορά έχει ένα μόνο πωλητή. Ο πωλητής αυτός, έχει τη δυνατότητα να διαμορφώνει την τελική τιμή, έτσι ώστε να μεγιστοποιούνται τα κέρδη του.

Μια εταιρεία έχει ισχύ μέσα σε μια αγορά όταν έχει την ικανότητα να διατηρεί τις τιμές της πάνω από τα επίπεδα του ανταγωνισμού. Λόγω του ότι μακροπρόθεσμα και υπό τις συνθήκες πλήρους ανταγωνισμού καμία επιχείρηση δεν μπορεί να αποκομίζει κέρδη πάνω από τις κανονικές αποδόσεις, η τιμή τελικά τίθεται ίση με το οριακό κόστος (*marginal cost*) προϊόντος. Ο Abba Lerner ανέπτυξε τον *Lerner Index*, ο οποίος μετρά το εύρος της διαφοράς μεταξύ της τιμής και του οριακού κόστους σε σχέση με την τιμή. Ο δείκτης αυτός ορίζεται ως εξής:

$$LernerIndex = (P - MC) / P \quad (3.4)$$

όπου P είναι η τιμή και MC το οριακό κόστος παραγωγής του προϊόντος.

Βέβαια η θετική και μόνο διαφορά μεταξύ της τιμής και του οριακού κόστους προϊόντος δεν συνεπάγεται απαραίτητα την πραγματοποίηση κερδών, αφού το σταθερό κόστος προϊόντος είναι πιθανό να είναι τόσο υψηλό, ώστε αντιθέτως να δημιουργείται ζημία.

Κεφάλαιο 3: Στρατηγική συγχωνεύσεων και εξαγορών

Η ισχύς μιας εταιρείας στην αγορά πηγάζει από τη διαφορετικότητα του προϊόντος, τα εμπόδια εισόδου που υπάρχουν στον κλάδο και το μερίδιο αγοράς που κατέχει. Μέσω της οριζόντιας ολοκλήρωσης μια εταιρεία αυξάνει το μερίδιο αγοράς της. Εάν όμως παρ' όλα αυτά, η εταιρεία δεν μπορέσει να διαφοροποιήσει το προϊόν της ή τα εμπόδια εισόδου είναι μικρά, τότε πιθανώς η εταιρεία να μην μπορέσει να σημειώσει κέρδη πάνω από το οριακό κόστος.

Το κοινωνικό κόστος, που δημιουργείται από την αυξημένη συγκέντρωση με μονοπωλιακές τάσεις, εξαρτάται από το καθεστώς το οποίο θα υπάρχει στη μετά τη συγχώνευση περίοδο. Εάν η δομή του κλάδου πλησιάζει τη μονοπωλιακή μορφή τότε το κοινωνικό κόστος θα είναι μεγάλο, διότι στις μονοπωλιακές συνθήκες η εταιρεία μεγιστοποιεί τα κέρδη της. Υπό αυτές τις συνθήκες, ο καταναλωτής καλείται να πληρώσει μεγαλύτερο τίμημα για τα αγαθά, τα οποία θα έχουν μικρότερη διαθεσιμότητα από ότι σε ένα ανταγωνιστικό περιβάλλον. Βέβαια είναι κάπως αυθαίρετη η υπόθεση ότι οι οριζόντιες συγχωνεύσεις ωθούν τη δομή της αγοράς προς ένα μονοπωλιακό χαρακτήρα, διότι είναι πιθανόν το αποτέλεσμα της δημιουργίας λιγότερων αλλά και ισχυρότερων ανταγωνιστικών εταιρειών να διατηρεί ή ακόμα και να προάγει τον ανταγωνισμό, με αποτέλεσμα να μη χρειαστεί να πληρώσει επιπλέον κόστος ο καταναλωτής, να μην υπάρχει δηλαδή ουσιαστικά κοινωνικό κόστος.

3.4.2 ΚΑΘΕΤΗ ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗ

Η κάθετη ολοκλήρωση αφορά τη συγχώνευση ή την εξαγορά εταιρειών, οι οποίες είναι εγγύτερες στην πηγή των προμηθειών ή στον τελικό καταναλωτή. Η ολοκλήρωση προς τα πίσω σημαίνει κίνηση προς τον προμηθευτή, ενώ η ολοκλήρωση προς τα εμπρός σημαίνει κίνηση προς εταιρείες με δυνατό μάρκετινγκ και ικανότητα λιανικής πώλησης.

Μια εταιρεία μπορεί να πραγματοποιήσει κάθετη ολοκλήρωση για πολλούς λόγους. Ένας από αυτούς είναι το να εξασφαλίσει την σταθερότητα της ροής των προμηθειών της. Η σταθερότητα δεν ορίζεται μόνο υπό τον όρο της διαθεσιμότητας, αλλά και υπό τον όρο της διατήρησης ποιότητας και της έγκαιρης παράδοσης των προμηθειών. Η γνώση των χρόνων παράδοσης μπορεί να βοηθήσει τις εταιρείες που ακολουθούν just-in-time διοίκηση αποθεμάτων, δηλαδή με ελάχιστα αποθέματα ασφαλείας, στο να μπορέσουν να μειώσουν επιπλέον το κόστος αποθέματος.

Υπάρχει η πεποίθηση ότι όταν μια εταιρεία ολοκληρώνεται προς τα πίσω, αποκτά ένα ανταγωνιστικό πλεονέκτημα. Η λογική βασίζεται στο ότι η εταιρεία αυτή δε θα χρειάζεται να πληρώνει πλέον το κέρδος που έως τότε καρπωνόταν ο προμηθευτής. Η κατάλληλη εσωτερική τιμή μεταφοράς των προμηθειών όμως πρέπει να είναι τέτοια, ώστε να είναι χαμηλότερη από την επικρατούσα τιμή στην αγορά. Μόνον έτσι η εταιρεία εξαγοραστής θα συντηρήσει και θα ενισχύσει το ανταγωνιστικό της πλεονέκτημα.

Κεφάλαιο 3: Στρατηγική συγχωνεύσεων και εξαγορών

Ένα άλλο πλεονέκτημα που είναι δυνατόν να προκύψει μέσα από μια κάθετη συγχώνευση είναι ότι μειώνεται το κόστος των συναλλαγών. Με την εγκαθίδρυση δηλαδή μίας σταθερής στο χρόνο διαδικασίας εφοδιασμού, η εξαγοράστρια εταιρεία αποφεύγει πιθανές διακοπές που συμβαίνουν όταν διακόπτονται οι συμφωνίες με ανεξάρτητους προμηθευτές.

Ένας ακόμη λόγος που οδηγεί τις εταιρείες σε κάθετη ολοκλήρωση είναι η ανάγκη τους να έχουν εξειδικευμένη πρώτη ύλη, δηλαδή κάποια ειδικά σχεδιασμένα υλικά ή μηχανολογικό εξοπλισμό. Όταν η εξαγοράστρια εταιρεία χρησιμοποιεί μη ευρείας κατανάλωσης πρώτη ύλη, τότε δεν έχει πληθώρα επιλογών, όσον αφορά τους προμηθευτές της και εξαρτάται από εκείνους με τους οποίους συνεργάζεται. Το γεγονός αυτό οφείλεται στο ότι η παραγωγή μιας εξειδικευμένης πρώτης ύλης μπορεί να ισοδυναμεί με αυξημένο κόστος για τους προμηθευτές, λόγω της ανάγκης ενδεχομένως επένδυσης σε νέο εξοπλισμό. Ο μόνος τρόπος για να επωμισθεί ο εκάστοτε προμηθευτής το το επιπλέον αυτό κόστος, θα είναι η πολύ καλή αποζημίωσή του από την εταιρεία πελάτη ή ακόμα και η δημιουργία ενός μακροχρόνιου συμβολαίου μεταξύ των δυο που να προστατεύει τον προμηθευτή. Μέσω μιας κάθετης ολοκλήρωσης επομένως και όταν επικρατούν οι προαναφερθείσες συνθήκες, η εταιρεία πελάτη θα μπορεί να έχει αμεσότερη πρόσβαση στις πρώτες ύλες αλλά και να επιβάλλει συγχρόνως τα δικά της πρότυπα στην κατασκευή τους.

Μια κάθετη ολοκλήρωση επίσης μπορεί να χρησιμοποιηθεί και για να ενισχύσει την ανταγωνιστική θέση του προμηθευτή. Μια στρατηγική ενδεχομένως από την εταιρεία προμηθευτή, η οποία θέλει να διεκδικήσει ως πελάτη μια εταιρεία Α, είναι να εξαγοράσει μια άλλη εταιρεία πελάτη Β, η

οποία προσφέρει στην αγορά ένα υποκατάστατο του προϊόντος της εταιρείας A. Με αυτόν τον τρόπο, η εταιρεία προμηθευτής δημιουργεί μια τάση στην τελική αγορά, στους καταναλωτές. Η εταιρεία προμηθευτής, επομένως, εξαγοράζοντας μια εταιρεία πελάτη της και εισάγοντας στην αγορά ένα προϊόν κατασκευασμένο από τα υλικά που εκείνη παράγει, εκπαιδεύει κατά κάποιον τρόπο τους τελικούς καταναλωτές. Εκείνοι με τη σειρά τους δείχνοντας προτίμηση στο συγκεκριμένο προϊόν, με τα συγκεκριμένα χαρακτηριστικά θα δημιουργήσουν αντίστροφα μια ζήτηση προς τα πίσω, έτσι ώστε τελικά όλες οι εταιρείες πελάτες να προτιμήσουν για προμηθευτή τους, την εταιρεία προμηθευτή που ξεκίνησε την διαδικασία. Κερδισμένη εν τέλει θα βγει η εταιρεία προμηθευτής, η οποία εισήλθε πρώτη στο χώρο μέσω της κάθετης προς τα εμπρός ολοκλήρωσης.

3.5 Η ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑ ΤΗΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΣΕ ΜΙΑ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΗ

Μια ενδιαφέρουσα υπόθεση έχει λάβει χώρα από τον Richard Roll (έτος 1986) σχετικά με τα κίνητρα που αφορούν τις συγχωνεύσεις ή εξαγορές. Μέσα σε αυτά, συμπεριλαμβάνει και τον ρόλο της υπεροψίας ή υπερηφάνειας την οποία ενδέχεται να έχει η διοίκηση της πλειοδότης εταιρείας, σε βαθμό ώστε να αποτελεί ικανό κίνητρο για την μετάβαση σε μια εξαγορά. Σύμφωνα με αυτήν τη θεωρία η διοίκηση επιδιώκει να πραγματοποιήσει μια συγχώνευση ή

Κεφάλαιο 3: Στρατηγική συγχωνεύσεων και εξαγορών

εξαγορά υποκινούμενη καθαρά από δικούς της σκοπούς, χωρίς αυτοί να είναι πρωτίστως οικονομικοί και καθαρά προς όφελος της εταιρείας.

Μέσω αυτής της υπόθεσης ο Richard Roll προσπαθεί να εξηγήσει γιατί συμβαίνει το να αποδίδει η διοίκηση ένα επιπλέον πριμ για μια εταιρεία την οποία η αγορά έχει ήδη σωστά εκτιμήσει. Υποστηρίζει δε, ότι οι διευθυντές συχνά υπερεκτιμούν τις δυνατότητες τους στο να μπορούν να ξεχωρίσουν πότε μια εταιρεία στόχος αποτελεί ευκαιρία, υποτιμώντας έτσι τις εκτιμήσεις που υποδεικνύει η αγορά αναφορικά με ένα παρόμοιο σενάριο. Η αλαζονεία δηλαδή που εκδηλώνουν οι διευθυντές, τους ωθεί στο να πιστέψουν ότι οι προσωπικές τους εκτιμήσεις είναι ανώτερες από εκείνες της αγοράς. Βέβαια, βασικό στοιχείο για να υποστηριχθεί η παραπάνω θεωρία είναι ότι η αγορά είναι αποτελεσματική και μπορεί να αποδώσει την καλύτερη ένδειξη για την αξία μιας εταιρείας.

Εφόσον η υπόθεση του Richard Roll ευσταθεί και μπορεί να εξηγήσει εν μέρει τουλάχιστον τις πραγματοποιούμενες συγχωνεύσεις και εξαγορές, τότε μόλις η αγορά αντιληφθεί την συναλλαγή που έγινε, η μετοχική αξία της πλειοδότης εταιρείας θα πέσει. Το γεγονός αυτό θα συμβεί γιατί η πραγματοποιηθείσα δοσοληψία δε θα έχει γίνει προς όφελος των επενδυτών της πλειοδότης εταιρείας και δεν θα αποτελεί μια αποτελεσματική κατανομή του πλούτου τους.

Σε συνέχεια, η τιμή της εταιρείας στόχου θα ανέλθει κάτι που θα συμβεί διότι η εξαγοράστρια εταιρεία δεν πλήρωσε απλά ένα πριμ άλλα το έκανε σε βαθμό μεγαλύτερο από εκείνο που υπαγόρευε η αξία της εταιρείας στόχου, υπερεκτιμώντας την. Τα δυο αυτά γεγονότα, η πτώση δηλαδή της μετοχικής

Κεφάλαιο 3: Στρατηγική συγχωνεύσεων και εξαγορών

αξίας της πλειοδότης εταιρείας σε συνδυασμό με την αύξηση της τιμής της εταιρείας στόχου, θα έχουν αρνητικό αποτέλεσμα.

Συνολικά όμως οι έρευνες που έχουν πραγματοποιηθεί δεν αποδίδουν ένα γερό στήριγμα στην υπόθεση περί αλαζονείας της διοίκησης, η οποία υποκινεί αποτυχημένες επιχειρηματικές ενέργειες του τύπου που αναφέρθηκε. Σύμφωνα με τον Paul Malatesta, όλα τα γεγονότα που έχουν τελεστεί μέσα στην περίοδο που προηγείται της συγχώνευσης, έχουν μικρή ή και καμία τελικά επίδραση επί του συνδυασμένου πλούτου των μετόχων. Βέβαια ο Richard Roll δεν επιδίωξε να εξηγήσει μέσω της θεωρίας του όλες τις συγχωνεύσεις και εξαγορές. Απλώς υπέδειξε πως σε μια τέτοια διαδικασία υπεισέρχεται ένας σημαντικός παράγοντας, ο ανθρώπινος, μέσω της επαφής που δημιουργείται από τις διαπραγματεύσεις. Η διοίκηση μπορεί βέβαια να λειτουργεί με μόνο προσανατολισμό το οικονομικό όφελος των επενδυτών. Ωστόσο, άλλου τύπου κίνητρα είναι πιθανόν να υπαγορεύσουν την είσοδο μιας εταιρείας στο χώρο όπου δραστηριοποιείται η επιχείρηση στόχος ή ακόμη την επιθυμία της πλειοδότης εταιρείας για κυριαρχία στον δικό της επιχειρηματικό χώρο.

Ορισμένες συγχωνεύσεις επίσης, υποκινούνται από την πεποίθηση ότι η εταιρεία πλειοδότης μπορεί να χειριστεί καλύτερα τους πόρους της εταιρείας στόχου. Υπάρχει δηλαδή η αντίληψη ότι η αξία της εταιρείας στόχου κάτω από την διοίκηση της πλειοδότης εταιρείας θα ανέλθει. Γι' αυτόν το λόγο η πλειοδότης εταιρεία πληρώνει ένα επιπλέον ποσό από την τρέχουσα αγοραία τιμή της εταιρείας στόχου, το *πριμ*, κατά την εξαγορά.

Κεφάλαιο 3: Στρατηγική συγχωνεύσεων και εξαγορών

Όταν μια μικρή εταιρεία εξαγοράζεται ή συγχωνεύεται με μια μεγαλύτερη, τότε είναι πιθανόν η διοίκηση της μικρής και υπό ανάπτυξη εταιρείας να βελτιωθεί. Οι μικρότερες εταιρείες που συνήθως διοικούνται από επιχειρηματίες συχνά είναι δυνατόν να οφείλουν την επιτυχία τους σε ένα μοναδικό προϊόν ή υπηρεσία που προσφέρουν στην αγορά. Η αναπτυσσόμενη επομένως επιχείρηση ενδεχομένως να διαπιστώσει ότι χρειάζεται ένα μεγαλύτερο δίκτυο διανομής ή ότι πρέπει να υιοθετήσει μια νέα φιλοσοφία στο μάρκετινγκ και επομένως σε αυτό το σημείο προκύπτει η ανάγκη διαφορετικών διοικητικών ικανοτήτων. Η έλλειψη διοικητικής εμπειρίας μπορεί να αποτελεί τροχοπέδη στην ανάπτυξη μιας μικρής εταιρείας και στην ικανότητά της να εισέλθει σε ευρύτερες αγορές. Αυτοί ακριβώς οι διοικητικοί πόροι είναι τα εφόδια τα οποία μπορεί να προσφέρει μια μεγαλύτερη σε μέγεθος εταιρεία, στην εταιρεία στόχο.

Η σημασία της βελτίωσης της διοίκησης που μπορεί να πραγματοποιηθεί μέσα από μια συγχώνευση δεν έχει αποτελέσει εκτεταμένο αντικείμενο εμπειρικής μελέτης. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι σπάνια μπορεί να αποδοθεί η υλοποίηση μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς μεμονωμένα στην επιθυμία βελτίωσης της διοίκησης. Η δυσκολία έγκειται στο ότι συνήθως, η αλλαγή της διοίκησης αποτελεί ένα μόνο από τα κίνητρα που οδηγούν σε μια συγχώνευση ή εξαγορά και είναι δύσκολο να απομονωθεί αυτός ο ένας παράγοντας, μέσα από ένα σύνολο, κατά τη διαδικασία πλειοδότησης.

Οι μέτοχοι παίζουν σημαντικό ρόλο στην εξέλιξη της διαδικασίας συγχώνευσης ακόμα και σε αυτό το σημείο. Αν δηλαδή οι μέτοχοι έχουν την πεποίθηση ότι η παρούσα διοίκηση δε διαχειρίζεται σωστά την εταιρεία και

εάν πιστεύουν πως οποιαδήποτε εσωτερική αλλαγή επί της διοίκησης δεν θα απέφερε ένα καλύτερο αποτέλεσμα, τότε είναι πιθανόν να ταχθούν υπέρ μιας συγχώνευσης με κίνητρο την αλλαγή της διοίκησης.

3.6 ΑΝΑΚΕΦΑΛΑΙΩΣΗ

Τα κίνητρα που είναι δυνατόν να οδηγήσουν στη πραγματοποίηση μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς ποικίλλουν. Ένα από τα βασικότερα κίνητρα είναι αυτό της ανάπτυξης. Οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές μπορούν να ανοίξουν το δρόμο σε μια εταιρεία, ώστε αυτή να μπορέσει να αναπτυχθεί ταχύτερα αντί να επιχειρήσει μια εσωτερική ανάπτυξη, η οποία θα απαιτούσε πολύ περισσότερο χρόνο και θα ήταν ευκολότερη βορά για τον ανταγωνισμό.

Οι εταιρείες που εξαγοράζουν άλλες εταιρείες αναμένουν οικονομικά οφέλη. Αυτά τα οφέλη μπορεί να προέρχονται από τη δημιουργία οικονομιών κλίμακας ή πεδίου δράσης. Οι οικονομίες κλίμακας χαρακτηρίζονται από τη μείωση του μοναδιαίου κόστους, το οποίο οφείλεται στην αύξηση της παραγωγικότητας. Οι οικονομίες πεδίου δράσης συμβαίνουν όταν μια επιχείρηση είναι σε θέση να προσφέρει μια ευρύτερη κλίμακα προϊόντων στην πελατειακή της βάση.

Ορισμένα από τα προαναφερθέντα οφέλη θεωρούνται κίνητρα πραγματοποίησης οριζόντιων ή κάθετων συγχωνεύσεων. Οι οριζόντιες συγχωνεύσεις αφορούν συναλλαγές μεταξύ εταιρειών με σχέση

Κεφάλαιο 3: Στρατηγική συγχωνεύσεων και εξαγορών

ανταγωνιστική, ενώ οι κάθετες συγχωνεύσεις αφορούν συναλλαγές μεταξύ εταιρειών με σχέση προμηθευτή – αγοραστή.

Χρηματοοικονομικά οφέλη από τον συνδυασμό δυο ή περισσότερων μικρών εταιρειών είναι επίσης πιθανόν να προκύψουν μέσα από μια συγχώνευση ή μια εξαγορά. Αυτό συμβαίνει διότι γίνεται ευκολότερη η πρόσβαση στην αγορά κεφαλαίου, με αποτέλεσμα να μειώνεται για αυτές το κόστος κεφαλαίου.

Ένα διαφορετικό κίνητρο που μπορεί να υπάρχει κατά την υλοποίηση μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς μπορεί να είναι η βελτίωση της διοίκησης. Η πλειοδότης εταιρεία είναι πιθανόν να πληρώσει ένα πρίμιουμ πάνω από την αγοραία αξία της εταιρείας στόχου αναμένοντας ότι με την εφαρμογή μιας καλύτερης διοίκησης επί της εταιρείας στόχου θα αυξηθούν και τα κέρδη που αυτή μπορεί να αποφέρει. Βέβαια, ο πλειοδότης είναι πιθανόν να υπερεκτιμά αυτό το ενδεχόμενο και πολλές φορές εδώ εμπλέκεται και η υπεροψία της διοίκησης που υπάρχει σε μεγάλες εταιρείες όπου λανθασμένα υποεκτιμάται η αντίληψη της αγοράς. Για αυτό το λόγο, θα πρέπει να λαβαίνει χώρα εκτενής ανάλυση κάθε φορά πριν από μια συγχώνευση ή μια εξαγορά και να παραβλέπονται οι υποκειμενικές απόψεις μιας ενδεχομένως αλαζονικής διοίκησης της εταιρείας πλειοδότη.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Ø Patrick A. Gaughan, “ Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings”, John Wiley and Sons, 1999.
- Ø Michael Bradley, Anand Desai, and E. Han Kim, “ Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and their Division between the Stock holders of Target and Acquiring Firms.”, Journal of Financial economics, no.21, 1988.
- Ø Agrawal A., J. F. Jaffe and G.N.Mandelker, “The Post Merger Performance of Acquiring Firms:A Reexamination of an Anomaly.” Journal of Finance 47, no.4, September 1992.
- Ø Roll, Richard, “The hubris Hypothesis of Corporate takeovers.”, Journal of Business 59, no.2, April 1986.
- Ø Pratt, Reilly, “ Valuing a business ”, Schweihs, 1996.
- Ø Malatesta, Paul H., “The Wealth Effect of Merger Activity and the Objective Functions of Merging Firms”, Journal of Financial Economics 11, no. 1-4, 1983.
- Ø Zvi Bodie & Robert C. Merton, “ Finance ”, Prentice Hall, 1999.
- Ø Pablo Fernández, “Valuing Companies By Cash Flow Discounting: Ten Methods and Nine Theories ”, IESE Research Papers D/451, IESE Business School.
- Ø Bodie, Kane, Marcus, “Investments ”, Mac Graw Hill, Irwin, 2004.
- Ø Damodaran A, “ Investment Valuation ”, Wiley Frontiers, 1996.

Κεφάλαιο 3: Στρατηγική συγχωνεύσεων και εξαγορών

- Ø Damodaran A, “ *The Dark Side of Valuation* ”, Prentice Hall, 2001.
- Ø Θωμαδάκης, Ξανθάκης, “ *Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου* ”, Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα, 1990.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΜΕΛΕΤΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ «ΑΥΛΟΓΥΡΟΣ»

4.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η έξαρση του ανταγωνισμού και η έντονη μεταβλητότητα του διεθνούς επιχειρηματικού περιβάλλοντος καταστούν αναγκαία την προσαρμογή όλων των εταιρειών και των στελεχών που τις απαρτίζουν σε νέα δεδομένα. Μια πρακτική που εφαρμόζεται παγκοσμίως είναι η αύξηση του μεγέθους των επιχειρήσεων μέσα από εξαγορές, συγχωνεύσεις και στρατηγικές συνεργασίες. Το γεγονός αυτό καθιστά πολύ σημαντική τη δυνατότητα αποτίμησης της αξίας κάθε εταιρείας πριν την πραγματοποίηση ενός παρόμοιου επιχειρηματικού εγχειρήματος.

Στο κεφάλαιο αυτό γίνεται παρουσίαση της αποτίμησης του 16,7% των μετοχών της εταιρείας «FOOD SUPPLIES S.A.» (εφ' εξής η Εταιρεία), τις οποίες διαθέτει στο χαρτοφυλάκιό της η εταιρεία ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΙ Κ. ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. Η μελέτη Αποτίμησης διενεργήθηκε με βάση στοιχεία που αντλήθηκαν από συμβουλευτική εταιρεία και τα οποία δόθηκαν σε αυτήν τον Οκτώβριο του 2002. Αντικείμενο δηλαδή σε αυτό το κεφάλαιο είναι ο προσδιορισμός της δίκαιης αγοραίας αξίας (fair market value) των μετοχών της Εταιρείας που διαθέτει η εταιρεία ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΙ Κ. ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.

Κεφάλαιο 4: Μελέτη Αποτίμησης της Εταιρείας Αυλόγυρος

Ως ημερομηνία αποτίμησης λαμβάνεται η 15^η Οκτωβρίου 2002. Σημειώνεται ότι τα οικονομικά στοιχεία του έτους 2002, αν και στη μελέτη θεωρούνται απολογιστικά για το πρώτο 9μηνο του 2002, βασίσθηκαν σε προσωρινό πρωτοβάθμιο ισοζύγιο της Εταιρείας και ενδέχεται οι οικονομικές καταστάσεις τέλους χρήσεως να παρουσιάζουν σημαντικές διαφοροποιήσεις.

Για τη μελέτη, χρησιμοποιήθηκε ως κύρια μέθοδος αυτή της προεξόφλησης των μελλοντικών ταμειακών ροών (Discounted Cash Flow, εφ' εξής "DCF"), η οποία αναλύθηκε σε ενότητα του δευτέρου κεφαλαίου. Συμπληρωματικά, χρησιμοποιήθηκε η μέθοδος των πολλαπλασίων χρηματοοικονομικών δεικτών της αγοράς, η οποία αναλύθηκε σε ενότητα του δευτέρου κεφαλαίου επίσης. Οι μελλοντικές ταμειακές ροές προϋπολογίσθηκαν με βάση τα προβλεπόμενα αποτελέσματα 2003 - 2007 και τις αντίστοιχες παραδοχές επενδύσεων, αναγκών σε κεφάλαιο κίνησης και χρηματοδότησης, τα οποία ελήφθησαν υποθετικά. Για την εφαρμογή της μεθόδου των πολλαπλασίων χρηματοοικονομικών δεικτών χρησιμοποιήθηκαν οι δείκτες «Τιμή της Εταιρείας προς Ίδια Κεφάλαια» (Price / Book Value) και «Τιμή Εταιρείας προς Πωλήσεις» (Price / Sales).

Οι ταμειακές ροές προεξοφλήθηκαν με βάση το κατ' εκτίμησή κόστος κεφαλαίου της Εταιρείας, ώστε να προσδιορισθεί η αξία του συνόλου των μετοχών της. Η εκτίμηση των ετήσιων ταμειακών ροών βασίστηκε σε προβλέψεις και προϋπολογιστικά οικονομικά στοιχεία.

4.2 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΑΝΑΔΡΟΜΗ

Η Food Supplies S.A. είναι Ελληνική Ανώνυμη Εταιρεία που ιδρύθηκε το 1997, με το διακριτικό τίτλο «Αυλόγυρος». Η έδρα της Εταιρείας βρίσκεται στο Δήμο Αλίμου, στην οδό Χρονοπούλου 50 & Λ. Αμφιθέας.

Η Εταιρεία ξεκίνησε τη λειτουργία της το 1997 έχοντας σαν κύριο στόχο να προσφέρει τις παραδοσιακές ελληνικές γεύσεις σε ένα οργανωμένο περιβάλλον εστίασης, με ένα διαφοροποιημένο και μεγαλύτερο κατάλογο από τον ανταγωνισμό, με διαδικασίες παραγωγής και τυποποίησης και το σημαντικότερο με όραμα για τη δημιουργία μιας αλυσίδας γρήγορου φαγητού με αντικείμενο το σουβλάκι.

Το 1998 ξεκίνησαν τη λειτουργία τους δύο νέα καταστήματα και ταυτόχρονα ξεκίνησαν να μπαίνουν οι βάσεις για ανάπτυξη αλυσίδας. Αναπτύχθηκε το λογισμικό παραγγελιοληψίας, σχεδιάστηκαν εγχειρίδια με πρότυπο ανάλογα εγχειρίδια πολυεθνικών αλυσίδων εστίασης και δόθηκε έμφαση στην ανάπτυξη και στην παροχή όσο περισσότερων και καλύτερων υπηρεσιών προς τον πελάτη.

Το 1999, η Εταιρεία, με την εξαγορά της Αλυσίδας "Ο γύρος του κόσμου" απέκτησε επιπλέον 5 καταστήματα και μαζί με ένα νέο λειτούργησαν συνολικά 9 καταστήματα. Παράλληλα, οργανώθηκε το δίκτυο διανομής, παραγωγής και αποθήκευσης σε χώρο στον Ταύρο με ιδιόκτητα φορτηγά ψυγεία και σύγχρονο εξοπλισμό. Συγχρόνως, η Εταιρεία δημιούργησε κεντρικά γραφεία,

Κεφάλαιο 4: Μελέτη Αποτίμησης της Εταιρείας Αυλόγυρος

καθώς και νέα καταστήματα μέσω franchise στην Πάρο, στον Κορυδαλλό, στη Χαλκίδα και στην Πάτρα. Εντός του έτους 2002 λειτούργησαν νέα καταστήματα στην Αθήνα και στη Θεσσαλονίκη.

Στόχος της Εταιρείας είναι η αύξηση του αριθμού των καταστημάτων με τη μέθοδο franchise ή της συνιδιοκτησίας αρχικά σε όλη την Αθήνα αλλά και σε όλες τις μεγάλες πόλεις της χώρας μας καθώς και η επέκτασή της σε άλλες Ευρωπαϊκές χώρες με τη μέθοδο του master franchise. Παράλληλα, η Εταιρεία στοχεύει στην ενδυνάμωση των υπό λειτουργία καταστημάτων της με συνεχόμενη παρακολούθηση της ποιότητας και εξέλιξης των προϊόντων καθώς και με προβολή της αλυσίδας στο ευρύ κοινό μέσω της δημιουργίας και εκτέλεσης μεγάλου διαφημιστικού προγράμματος.

4.3 ΦΙΛΟΣΟΦΙΑ ΚΑΙ ΣΤΟΧΟΙ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ

Η Εταιρεία στοχεύει στη δημιουργία μιας μοντέρνας και σύγχρονης καθετοποιημένης αλυσίδας γρήγορου, ποιοτικού, ελληνικού παραδοσιακού φαγητού, στα πρότυπα των μεγάλων αλυσίδων του εξωτερικού. Τα μέσα που διαθέτει και οι τρόποι για την επίτευξη των παραπάνω στόχων είναι:

- Ø Δημιουργία πρωτοποριακών επώνυμων προϊόντων, τα οποία την διαφοροποιούν από τον ανταγωνισμό και δημιουργούν άμεσο συνειρμό με την εταιρική επωνυμία (π.χ. BigMac → Mc Donald's, Τσενταρίνο → Αυλόγυρος).
- Ø Έμφαση στην ποιότητα των πρώτων υλών και στην προέλευση αυτών.

Κεφάλαιο 4: Μελέτη Αποτίμησης της Εταιρείας Αυλόγυρος

- Ø Χρήση ηλεκτρονικών υπολογιστών στη διαδικασία παραγωγής, καθώς και στην παρακολούθηση των καταστημάτων μέσω on line συνδέσεων με τη βοήθεια καμερών, οι οποίες είναι εγκατεστημένες σε όλα τα καταστήματα και στα κεντρικά γραφεία της Εταιρείας.
- Ø Ανάπτυξη εξειδικευμένου λογισμικού για τις παραγγελιοληψίες και την παρακολούθηση των καταστημάτων και της κεντρικής αποθήκης.
- Ø Συνεχής εκπαίδευση ανθρώπινου δυναμικού ώστε να επιτυγχάνεται η απόλυτη τυποποίηση του προϊόντος και να ανταποκρίνεται στις αυξανόμενες απαιτήσεις των πελατών.
- Ø Η υψηλού επιπέδου παροχή υπηρεσιών που οδηγεί στην αύξηση του σταθερού πελατολογίου.

Όλοι οι παραπάνω στόχοι της Εταιρείας είναι στρατηγικής σημασίας και έχουν σκοπό τη διατήρηση ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος στην ελληνική αγορά, καθώς δίνουν έμφαση στη διαφορετικότητα του προϊόντος αλλά και στην ποιότητα όλων των διαδικασιών της.

4.4 ΣΥΝΟΠΤΙΚΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ

Στους πίνακες που ακολουθούν παρατίθενται συνοπτικά οι οικονομικές καταστάσεις της Εταιρείας για τις χρήσεις 2000 - 2002. Σημειώνεται ότι τα οικονομικά στοιχεία του έτους 2002 βασίσθηκαν σε προσωρινό πρωτοβάθμιο ισοζύγιο της Εταιρείας και ενδέχεται οι οικονομικές καταστάσεις τέλους χρήσεως να παρουσιάζουν σημαντικές διαφοροποιήσεις.

Κεφάλαιο 4: Μελέτη Αποτίμησης της Εταιρείας Αυλόγυρος

Πίνακας 4.1
Συνοπτικά Στοιχεία Ισολογισμού της Εταιρείας

(Ποσά σε €)	2000	2001	2002
Εξοδα Εγκατάστασης	251.814	255.042	255.042
Αποσβέσεις	89.281	139.712	172.357
	162.533	115.330	82.685
Ενσώματες Ακίνητοποιήσεις	611.704	657.920	657.920
Αποσβέσεις	121.914	163.651	247.865
	489.790	494.268	410.055
Συμμετοχές σε Συνδεδεμένες Επιχειρήσεις	622.045	886.169	886.169
Λοιπές Μακροπρόθεσμες Απαιτήσεις	11.053	15.829	15.829
	633.098	901.998	901.998
Μεταβατικοί Λογαριασμοί Ενεργητικού	2.268	2.900	2.900
Κυκλοφορούν Ενεργητικό			
Διαθέσιμα & Χρεόγραφα	589.740	1.119.816	922.664
Αποθέματα	13.548	13.464	16.139
Απαιτήσεις	109.487	89.525	120.418
	712.775	1.222.805	1.059.221
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	2.000.464	2.737.303	2.456.859
Ίδια Κεφάλαια			
Μετοχικό Κεφάλαιο	909.758	1.246.662	1.246.662
Διαφορά από Έκδοση Μετοχών Υπέρ το Άρτιο	633.896	645.341	645.341
Αποθεματικά & Κέρδη εις Νέον	-192.926	-650.929	-949.674
	1.350.727	1.241.074	942.329
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις			
Μερίσματα	0	0	0
Υποχρεώσεις από Φόρους - Τέλη	14.010	22.462	0
Προμηθευτές & Λοιποί Πιστωτές	499.957	1.385.555	1.426.318
	513.967	1.408.017	1.426.318
Μεταβατικοί Λογαριασμοί Παθητικού	14.593	13.261	13.261
Βραχυπρόθεσμος Τραπεζικός Δανεισμός	121.177	74.951	74.951
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	2.000.464	2.737.303	2.456.859

Πίνακας 4.2

Συνοπτικά Στοιχεία Αποτελεσμάτων Χρήσεως της Εταιρείας

(Ποσά σε €)	2000	2001	2002
Κύκλος Εργασιών	1.640.442	1.796.433	2.065.897
Κόστος Πωληθέντων	1.132.063	1.300.494	1.446.128
Μικτό Κέρδος	508.379	495.939	619.769
Άλλα Έσοδα Εκμετάλλευσης	11.300	17.681	18.918
Έξοδα Διοικητικής Λειτουργίας & Διάθεσης	624.534	805.679	845.963
Κέρδη προ Φόρων Τόκων & Αποσβέσεων (EBITDA)	-104.855	-292.060	-207.276
Αποσβέσεις	96.689	99.458	116.859
Κέρδη από Πώληση Συμμετοχών & Χρεογράφων	125.268	37.112	0
Ζημιές από Πώληση Συμμετοχών & Χρεογράφων	116.449	64.920	0
Έκτακτα & Ανόργανα Έσοδα	0	29.232	0
Έκτακτα & Ανόργανα Έξοδα	1.551	66.266	0
Κέρδη προ Φόρων & Τόκων (EBIT)	-194.277	-456.360	-324.135
Πιστωτικοί Τόκοι	0	8.804	30.637
Χρεωστικοί Τόκοι	5.860	10.448	5.247
Κέρδη προ Φόρων (EBT)	-200.136	-458.003	-298.744
Φόρος Εισοδήματος	n/a	n/a	0
Μερίσματα	n/a	n/a	0
Κέρδη προς Διάθεση	n/a	n/a	-298.744

Από τα στοιχεία του Ισολογισμού της Εταιρείας που δίνονται στον Πίνακα 4.1 για την περίοδο 2000-2002 φαίνεται ότι η Εταιρεία αύξησε τις συμμετοχές της σε Συνδεδεμένες επιχειρήσεις το 2001 σε σχέση με το 2000, ενώ το ποσό αυτό παρέμεινε σταθερό κατά το 2002. Επίσης παρουσιάζεται μια μεγάλη αύξηση, σε σχέση με το 2000, κατά τα έτη 2001 και 2002 στα διαθέσιμά της στο κυκλοφορούν ενεργητικό. Συνολικά η Εταιρεία αύξησε το Ενεργητικό της κατά 37% περίπου από το 2000 στο 2001 και κατά 23% το 2002 σε σχέση με το 2000. Τα Ίδια Κεφάλαια της Εταιρείας αυξήθηκαν από το 2000 στο 2001 κατά 37%, ενώ παρέμειναν σταθερά για το επόμενο έτος. Επίσης, παρατηρήθηκε μια αύξηση στους προμηθευτές κατά τα έτη 2001 και 2002 σε σχέση με το 2000, γεγονός που μπορεί να οφείλεται στην αύξηση του κύκλου εργασιών της Εταιρείας.

Κεφάλαιο 4: Μελέτη Αποτίμησης της Εταιρείας Αυλόγυρος

Όσον αφορά τώρα τα Αποτελέσματα Χρήσης της Εταιρείας που δίνονται στον Πίνακα 4.2 για την περίοδο 2000-2002, ο Κύκλος Εργασιών ανήλθε στα 2.065.897 ευρώ το 2002 έναντι των 1.796.433 ευρώ το 2001 (αύξηση κατά 15% μέσα στο 2002 από το 2001) και 1.640.442 ευρώ το 2000 (αύξηση κατά 9,5% μέσα στο 2001 από το 2000). Τα μικτά αποτελέσματα ανήλθαν το 2002 στα 619.769 ευρώ έναντι των 495.939 ευρώ το 2001 και 508.379 ευρώ το 2000. Το μικτό περιθώριο διαμορφώθηκε στο 30% το 2002, στο 27,5% το 2001 και στο 31% το 2000. Οι διακυμάνσεις του μικτού περιθωρίου κέρδους είναι πιθανό να οφείλονται στις αντίστοιχες διακυμάνσεις του κόστους πωληθέντων. Τα έσοδα εκμετάλλευσης, που αφορούν έσοδα από ενοίκια, έσοδα παροχής υπηρεσιών σε τρίτους και λοιπά έσοδα παρεπόμενων δραστηριοτήτων παρουσίασαν μια αύξηση κατά 56 % από το 2000 στο 2001 και μια αύξηση κατά 7 % από το 2001 στο 2002. Τα έξοδα διοικητικής λειτουργίας και διάθεσης αυξήθηκαν επίσης αρκετά από το 2000 στο 2001 κατά 30% και κατά μόνο 5% από το 2001 στο 2002. Η Εταιρεία και τα 3 έτη λειτουργεί με ζημίες οι οποίες οφείλονται κατά ένα μεγάλο μέρος στα Έξοδα Διοικητικής Λειτουργίας και Διάθεσης, τα οποία και τα 3 έτη υπερβαίνουν το ύψος των μικτών κερδών.

4.5 ΣΥΝΟΠΤΙΚΗ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΚΛΑΔΟΥ

Οι αλυσίδες εστιατορίων γρήγορης εξυπηρέτησης εμφανίστηκαν στην Ελλάδα, στο μεγαλύτερο ποσοστό τους, κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του

Κεφάλαιο 4: Μελέτη Αποτίμησης της Εταιρείας Αυλόγυρος

1990. Την περίοδο αυτή η είσοδος νέων αλυσίδων (ελληνικών και ξένων) και η εφαρμογή του θεσμού της δικαιόχρησης συνέβαλαν σημαντικά στη διεύρυνση της αγοράς. Μέχρι την εμφάνιση των πρώτων αλυσίδων, η αποκαλούμενη γρήγορη εστίαση πραγματοποιείτο μέσω μεμονωμένων καταστημάτων.

Οι επιχειρήσεις του κλάδου εντάσσονται στον ευρύτερο κλάδο των εστιατορίων και ικανοποιούν την ανάγκη του καταναλωτή για γρήγορο φαγητό κατά τη διάρκεια της ημέρας. Οι περισσότερες ασχολούνται κατά κύριο λόγο με την εκμετάλλευση εστιατορίων και την τροφοδοσία των μονάδων των αλυσίδων τους. Επίσης, δραστηριοποιούνται και στην οργάνωση επιχειρήσεων με τη μέθοδο της δικαιόχρησης (franchise). Το μενού τους περιλαμβάνει κυρίως προϊόντα με βάση το burger, την pizza, το σάντουιτς, το κοτόπουλο, καθώς και παραδοσιακά φαγητά.

Η χωροταξική κατανομή των καταστημάτων αλυσίδων γρήγορης εξυπηρέτησης χαρακτηρίζεται από υψηλή συγκέντρωση στα γεωγραφικά διαμερίσματα όπου υπάρχει το μεγαλύτερο μέρος του πληθυσμού της χώρας. Οι νομοί Αττικής και Θεσσαλονίκης αντιπροσωπεύουν περίπου το 75% του συνολικού αριθμού καταστημάτων, ενώ περίπου το 25% διασπείρεται στους υπόλοιπους νομούς. Επίσης αναφέρεται ότι λίγες σχετικά επιχειρήσεις συγκεντρώνουν τη πλειοψηφία του απασχολούμενου προσωπικού, του αριθμού καταστημάτων και του συνολικού μεγέθους της αγοράς.

Το συνολικό μέγεθος της αγοράς εστίασης μέσω οργανωμένων αλυσίδων γρήγορης εξυπηρέτησης ανήλθε σε 400 εκ. ευρώ το 2000 παρουσιάζοντας ρυθμό μεταβολής 19% σε σχέση με το προηγούμενο έτος. Σύμφωνα με τις ισχύουσες συνθήκες και τάσεις εκτιμάται ότι ο ρυθμός ανόδου της εγχώριας

Κεφάλαιο 4: Μελέτη Αποτίμησης της Εταιρείας Αυλόγυρος

αγοράς για το 2001 είναι της τάξης του 17% περίπου σε σχέση με το 2000 και για το 2002 αναμένεται να είναι της τάξης του 14% περίπου σε σχέση με το 2001.

Τα προβλήματα που αντιμετωπίζει ο κλάδος, εντοπίζονται στα εξής στοιχεία:

- Ø Η είσοδος των νέων επιχειρήσεων στο κλάδο, καθώς και η σημαντική επέκταση των παλαιότερων αλυσίδων σε διάφορες περιοχές της χώρας, έχει σαν αποτέλεσμα την δημιουργία συνθηκών έντονου ανταγωνισμού, ο οποίος εντοπίζεται κυρίως στις τιμές των προσφερόμενων προϊόντων. Το γεγονός αυτό πλήττει κυρίως τις μικρότερες αλυσίδες, καθώς και τις μεμονωμένες επιχειρήσεις του κλάδου, οι οποίες δυσκολεύονται να ακολουθήσουν τον ανταγωνισμό.
- Ø Σημαντικό επίσης πρόβλημα είναι η εξεύρεση ακινήτων για την εγκατάσταση των καταστημάτων. Οι περιοχές οι οποίες θεωρούνται κατάλληλες εμφανίζουν είτε υψηλά ενοίκια είτε υψηλές τιμές αγοράς γεγονός που αυξάνει το αρχικό κόστος επένδυσης.
- Ø Η εφαρμογή του ισχύοντος θεσμικού πλαισίου σχετικά με τη δικαιόχρηση έχει δημιουργήσει ορισμένα φορολογικά κυρίως προβλήματα.
- Ø Η δημοσιότητα που δίνεται σε θέματα υγιεινής και ασφάλειας τροφίμων και που συνήθως σχετίζονται με τον ευρύτερο κλάδο του κρέατος, τόσο σε εθνικό όσο και σε διεθνές επίπεδο, έχουν βραχυπρόθεσμα αρνητική επίδραση στις εργασίες του κλάδου.

Τα προβλήματα που αντιμετωπίζει ο κλάδος δεν είναι ιδιαίτερα σημαντικά και εφόσον η οικονομική κατάσταση των ενεργών πελατών των καταστημάτων αλυσίδων γρήγορης εξυπηρέτησης, δηλαδή ιδιαίτερα των

νέων, παραμένει σταθερή δεν διαφαίνεται ακόμα στον ορίζοντα κάποια ουσιαστική απειλή.

4.6 ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΩΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΠΟΥ ΧΡΗΣΙΜΟΠΟΙΗΘΗΚΑΝ

Για την αποτίμηση μιας εταιρείας, η πλέον «επιστημονική» μέθοδος και ενδεδειγμένη στη διεθνή πρακτική είναι εκείνη της «προεξόφλησης των μελλοντικών ταμειακών ροών» (Discounted Cash Flow ή DCF) ή μέθοδος Καθαρής Παρούσας Αξίας (Net Present Value) των προσδοκώμενων ταμειακών ροών. Η μέθοδος αυτή (Discounted Cash Flows Method) ορίζει την αξία της επιχείρησης ως την παρούσα αξία των αναμενόμενων ταμειακών ροών που προβλέπεται να αποφέρει, προεξοφλημένες με το κατάλληλο κόστος κεφαλαίου που αντιπροσωπεύει τις πηγές αλλά και το κόστος της χρηματοδότησης που λαμβάνει η υπό εξέταση επιχείρηση. Ο υπολογισμός εμπεριέχει τον προσδιορισμό του προεξοφλητικού επιτοκίου, καθώς και τον προσδιορισμό των ταμειακών ροών.

Συμπληρωματικά, η αποτίμηση με βάση τα πολλαπλάσια χρηματοοικονομικών δεικτών παρέχει ενδείξεις για την πιθανή αξία μιας επιχείρησης. Η προσέγγιση αυτή στην αποτίμηση εταιρειών βασίζεται στην συγκριτική ανάλυση των οικονομικών μεγεθών της υπό εκτίμηση εταιρείας σε σχέση με τα μεγέθη ενός δείγματος εισηγμένων στο Χρηματιστήριο εταιρειών του ίδιου κλάδου. Οι δείκτες αποτίμησης που κυρίως χρησιμοποιούνται είναι

Κεφάλαιο 4: Μελέτη Αποτίμησης της Εταιρείας Αυλόγυρος

οι εξής: ο λόγος Τιμής Μετοχής της Εταιρείας προς Κέρδη μετά Φόρων (Price / Earnings, P/E), ο λόγος της Τιμής Μετοχής της Εταιρείας προς Ίδια Κεφάλαια (Price / Book Value), ο λόγος της Τιμής Μετοχής της Εταιρείας προς EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, Amortization) και ο λόγος της Τιμής Μετοχής της Εταιρείας προς Πωλήσεις (Price / Sales).

Κάθε μέθοδος αξιολόγησης οδηγεί σε πιθανώς διαφορετικά συμπεράσματα. Ο συγκερασμός των συμπερασμάτων των διαφόρων μεθοδολογιών δίνει την τελική εύλογη αξία της εταιρείας. Για την αποτίμηση της Εταιρείας, οι μέθοδοι που χρησιμοποιήθηκαν ήταν αυτές της προεξόφλησης μελλοντικών ταμειακών ροών και των πολλαπλάσιων χρηματοοικονομικών δεικτών της αγοράς.

4.6.1 ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

Η μέθοδος της προεξόφλησης των μελλοντικών ταμειακών ροών ή της Καθαρής Παρούσας Αξίας των Ταμειακών Ροών βασίζεται στη θεωρία ότι η αξία μιας επένδυσης είναι η καθαρή παρούσα αξία των ελεύθερων μελλοντικών ταμειακών ροών, δηλαδή των μετρητών που θα στοιχίσει η επένδυση και αυτών που θα αποφέρει στον επενδυτή, προεξοφλημένη με ένα επιτόκιο που ανταποκρίνεται στη συγκεκριμένη αγορά και τη συγκεκριμένη επένδυση.

Κεφάλαιο 4: Μελέτη Αποτίμησης της Εταιρείας Αυλόγυρος

Η μέθοδος αυτή είναι ο πλέον δόκιμος τρόπος εκτίμησης μιας επένδυσης ή της αξίας μιας εταιρείας, εφ' όσον υπάρχουν εύλογες παραδοχές για τα παρακάτω θέματα :

- ∅ τις μελλοντικές ταμειακές ροές,
- ∅ την υπολειμματική αξία της επένδυσης, η οποία είναι η τελευταία ταμειακή ροή, π.χ. από την μελλοντική πώληση της εταιρείας και
- ∅ το προεξοφλητικό επιτόκιο.

Στη συγκεκριμένη περίπτωση, η αποτίμηση έχει γίνει βάσει της παραλλαγής Ελεύθερων Ταμειακών ροών (Free Cash Flow). Σύμφωνα με αυτή την παραλλαγή, η ελεύθερη ταμειακή ροή για το κάθε έτος προεξοφλείται χρησιμοποιώντας ως προεξοφλητικό επιτόκιο, το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (Weighted Average Cost of Capital - WACC), λαμβάνοντας υπ' όψιν το λόγο δανεισμού προς ίδια κεφάλαια. Από το άθροισμα των προεξοφλημένων ελεύθερων ταμειακών ροών της επιχείρησης και της προεξοφληθείσας υπολειμματικής αξίας της προκύπτει η Καθαρά Παρούσα Αξία της εταιρείας. Από το άθροισμα των ταμειακών ροών αφαιρείται το ύψος του δανεισμού της εταιρείας και προστίθεται το ύψος των διαθεσίμων και της αξίας τυχόν συμμετοχών σε άλλες εταιρείες κατά την ημερομηνία αποτίμησης για τον υπολογισμό της αξίας των μετοχών της Εταιρείας (Equity Value).

4.6.2 ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΒΑΣΕΙ ΤΗΣ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΤΩΝ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

Για την εφαρμογή της κύριας μεθοδολογίας αποτίμησης (Προεξόφληση Μελλοντικών Ταμειακών Ροών) χρησιμοποιήθηκαν οι προβλέψεις οικονομικών στοιχείων που κατάρτισε η Διοίκηση της Εταιρείας για το χρονικό ορίζοντα 2003-2007.

Οι παραδοχές που χρησιμοποιήθηκαν βάση των στοιχείων που δόθηκαν από την Εταιρεία παρουσιάζονται στον Πίνακα 4.3.

Πίνακας 4.3

Παραδοχές για την λειτουργία της Εταιρείας για την χρονική περίοδο 2003-2007

<u>FOOD SUPPLIES S.A.</u>	
Πληρωμή Μερισμάτων	0%
Τόκοι Υπέρβασης πίστωσης από Τράπεζα	7%
Μέσος Ρυθμός Απόσβεσης	13%
Συντελεστής Φορολογίας	35%
Τόκος Τραπεζικού Λογ/σμού	3%
Νέες Επενδύσεις (Ποσά σε €)	
2003	<i>60.000</i>
2004	<i>70.000</i>
2005	<i>80.000</i>
2006	<i>90.000</i>
2007	<i>100.000</i>

Με βάση αυτές τις παραδοχές και ορισμένες άλλες, που θα παρουσιαστούν παρακάτω, καταρτίστηκαν οι προβλεπόμενες οικονομικές καταστάσεις για το χρονικό διάστημα 2003-2007.

Πίνακας 4.4

Προβλεπόμενες Ποσοστιαίες μεταβολές της Κατάστασης Αποτελεσμάτων Χρήσης για την Περίοδο 2003-2007

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Κύκλος Εργασιών	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Κόστος Πωληθέντων	11,2%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Μικτό Κέρδος	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Άλλα Έσοδα Εκμετάλλευσης	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Έξοδα Διοικητικής Λειτουργίας & Διάθεσης	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Κέρδη προ Φόρων Τόκων & Αποσβέσεων (EBITDA)	-10,0%	-6,5%	-3,3%	-0,4%	2,2%	4,7%
Αποσβέσεις						
Κέρδη από Πώληση Συμμετοχών & Χρεογράφων	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ζημιές από Πώληση Συμμετοχών & Χρεογράφων						
Εκτακτα & Ανόργανα Έσοδα						
Εκτακτα & Ανόργανα Έξοδα						
Κέρδη προ Φόρων & Τόκων (EBIT)		-15,7%	-11,8%	8,7%	-5,4%	-2,4%
Πιστωτικοί Τόκοι						
Χρεωστικοί Τόκοι						
Κέρδη προ Φόρων (EBT)		-14,5%	-10,9%	8,0%	-4,9%	-1,8%
Φόρος Εισοδήματος						
Μερίσματα						
Κέρδη προς Διάθεση		-14,5%	-10,9%	8,0%	-4,9%	-1,8%

Ο Πίνακας 4.4, με τις ποσοστιαίες μεταβολές των μεγεθών της Κατάστασης Αποτελεσμάτων Χρήσης της εταιρείας για την Περίοδο 2003-2007, καταρτίστηκε με βάση τις εξής παραδοχές, οι οποίες βασίστηκαν σε εκτιμήσεις που παρασχέθηκαν από τη Διοίκηση της Εταιρείας:

- Ø Ο κύκλος εργασιών θα αυξάνεται σταθερά κάθε έτος κατά 15%. Η παραδοχή αυτή είναι μια εύλογη απόρροια της εδραίωσης της Εταιρείας στο χώρο, με αποτέλεσμα την αύξηση του Κύκλου Εργασιών της, αλλά και ενδεχομένως της ανόδου των τιμών γενικότερα στον κλάδο.

Κεφάλαιο 4: Μελέτη Αποτίμησης της Εταιρείας Αυλόγυρος

- ∅ Το μικτό περιθώριο κέρδους θα είναι σταθερό και ίσο με 30%. Το μέγεθος του περιθωρίου κέρδους θεωρείται λογικό για τον κλάδο των εστιατορίων γενικότερα.

Από τα δυο παραπάνω συνάγεται ότι το κόστος πωληθέντων θα αυξάνεται σταθερά κάθε χρόνο κατά 15%.

- ∅ Τα έσοδα εκμετάλλευσης θα αυξάνονται κάθε χρόνο κατά 7%.
- ∅ Τα έξοδα διοικητικής λειτουργίας θα αυξάνονται κάθε χρόνο κατά 5%. Δεδομένου ότι τα έξοδα διοικητικής λειτουργίας είναι ήδη υψηλά, υιοθετείται η ελάχιστη αποδεκτή ετήσια αύξηση αυτών.
- ∅ Για όλο το υπό εξέταση διάστημα τα κέρδη από πώληση συμμετοχών και χρεογράφων θα είναι μηδενικά. Δεν θα λάβει χώρα δηλαδή κάποια ταμειακή εισροή η οποία δεν θα οφείλεται καθαρά στη λειτουργία της Εταιρείας.

Μέσω αυτών των παραδεκτών ποσοστιαίων μεταβολών καταρτίστηκε ο Πίνακας 4.5 Προβλεπόμενων Αποτελεσμάτων Χρήσης για την περίοδο 2003-2007 .

Πίνακας 4.5

**Προβλεπόμενα Αποτελέσματα Χρήσης της Εταιρείας για την Περίοδο
2003-2007**

(Ποσά σε €)	2003	2004	2005	2006	2007
Κύκλος Εργασιών	2.375.782	2.732.149	3.141.972	3.613.268	4.155.258
Κόστος Πωληθέντων	1.663.047	1.912.505	2.199.380	2.529.287	2.908.680
Μικτό Κέρδος	712.735	819.645	942.592	1.083.980	1.246.577
Άλλα Έσοδα Εκμετάλλευσης	20.243	21.660	23.176	24.798	26.534
Έξοδα Διοικητικής Λειτουργίας & Διάθεσης	888.261	932.675	979.308	1.028.274	1.079.687
Κέρδη προ Φόρων Τόκων & Αποσβέσεων (EBITDA)	-155.284	-91.370	-13.541	80.505	193.424
Αποσβέσεις	124.539	145.019	155.259	166.779	142.956
Κέρδη από Πώληση Συμμετοχών & Χρεογράφων	0	0	0	0	0
Ζημιές από Πώληση Συμμετοχών & Χρεογράφων	0	0	0	0	0
Εκτακτα & Ανόργανα Έσοδα	0	0	0	0	0
Εκτακτα & Ανόργανα Έξοδα	0	0	0	0	0
Κέρδη προ Φόρων & Τόκων (EBIT)	-279.823	-236.389	-168.800	-86.274	50.468
Πιστωτικοί Τόκοι	26.325	23.054	21.569	24.746	33.340
Χρεωστικοί Τόκοι	5.247	5.247	5.247	5.247	5.247
Κέρδη προ Φόρων (EBT)	-258.745	-218.582	-152.478	-66.775	78.561
Φόρος Εισοδήματος	0	0	0	0	0
Μερίσματα	0	0	0	0	0
Κέρδη προς Διάθεση	-258.745	-218.582	-152.478	-66.775	78.561

Στον Πίνακα 4.5 με τα Αποτελέσματα Χρήσης της εταιρείας για την Περίοδο 2003-2007 εκτός από τις παραδοχές που παρουσιάστηκαν στον Πίνακα 4.3 χρησιμοποιήθηκαν και οι παραδοχές που προαναφέρθηκαν από τον Πίνακα 4.4.

Πιο αναλυτικά στον Πίνακα 4.5 με τα Αποτελέσματα Χρήσης της Εταιρείας για την Περίοδο 2003-2007 ισχύουν τα εξής :

- Ø Ο Κύκλος Εργασιών κάθε έτους θα είναι ίσος με του προηγούμενου έτους αυξημένος κατά 15%. Προβλέπεται δηλαδή ότι ο Κύκλος

Κεφάλαιο 4: Μελέτη Αποτίμησης της Εταιρείας Αυλόγυρος

Εργασιών για το έτος 2003 θα είναι 2.375.782 ευρώ σε σχέση με τα 2.065.897 ευρώ που ήταν το 2002, ενώ υπολογίζεται ότι για τα έτη 2004, 2005, 2006 και 2007 ο κύκλος εργασιών θα ανέλθει αντίστοιχα, βάση της παραδεκτής ανάπτυξης του 15% για κάθε έτος, στα 2.732.149, 3.141.972, 3.613.268 και 4.155.258 ευρώ.

- Ø Το Μικτό Κέρδος, βάση της παραδοχής που προηγήθηκε στον Πίνακα 4.4, θα είναι ίσο με το 30% επί του Κύκλου Εργασιών κάθε έτους και ξεκινώντας από τα 712.735 ευρώ το 2003, έναντι των 619.769 του 2002 και θα φθάσει το 2007 το ύψος των 1.246.577 ευρώ, έχοντας ετήσια αύξηση 15%.
- Ø Το Κόστος Πωληθέντων θα είναι ίσο με τη διαφορά μεταξύ του Κύκλου Εργασιών και του Μικτού Περιθωρίου κάθε έτους. Όπως φαίνεται από τον Πίνακα 4.5 θα κυμανθεί στα 1.663.047 ευρώ το 2003, στα 1.912.505 ευρώ το 2004, στα 2.199.380 ευρώ το 2005, στα 2.529.287 ευρώ το 2006 και τέλος στα 2.908.680 ευρώ το 2007, παρουσιάζοντας επίσης ετήσια αύξηση ίση με εκείνη του Κύκλου Εργασιών, δηλαδή 15%
- Ø Τα Έσοδα Εκμετάλλευσης θα είναι ίσα με εκείνα του προηγούμενου έτους αυξημένα κατά 7%. Η παραδοχή αυτή φαίνεται στον Πίνακα 4.4 που προηγήθηκε και έχει ως αποτέλεσμα την τελική διαμόρφωση των Εσόδων Εκμετάλλευσης στο 2007 στο ύψος των 26.534 ευρώ σε σχέση με τα 18.918 ευρώ που δίδονται για το 2002.
- Ø Τα Έξοδα Διοικητικής Λειτουργίας και Διάθεσης, βάση της παραδοχής που προηγήθηκε στον Πίνακα 4.4, θα είναι ίσα με εκείνα του προηγούμενου έτους αυξημένα κατά 5%. Η συγκεκριμένη παράμετρος

Κεφάλαιο 4: Μελέτη Αποτίμησης της Εταιρείας Αυλόγυρος

έχει ιδιαίτερη σημασία καθώς όπως φαίνεται και από τον Πίνακα 4.2 τα Έξοδα Διοικητικής Λειτουργίας είναι από το 2000 έως και το 2002 μεγαλύτερα από τα Μικτά Κέρδη. Στον Πίνακα 4.5 με τα προβλεπόμενα Αποτελέσματα Χρήσης και με τις χρησιμοποιηθείσες παραδοχές το γεγονός αυτό αμβλύνεται από το 2006 και μετά , όπου πλέον τα Μικτά Κέρδη υπερβαίνουν τα Έξοδα Διοικητικής Λειτουργίας, αφήνοντας περιθώριο για Κέρδη Προ Φόρων Τόκων και Αποσβέσεων.

- Ø Τα Κέρδη Προ Φόρων Τόκων και Αποσβέσεων (EBITDA) θα είναι ίσα με τα Μικτά Κέρδη συν τα Έσοδα Εκμετάλλευσης μείον τα Έξοδα Διοικητικής Λειτουργίας για κάθε έτος. Όπως προαναφέρθηκε αυτά είναι θετικά μόνο από το 2006 και μετά φθάνοντας το 2007 στο ύψος των 193.424 ευρώ.
- Ø Οι Αποσβέσεις θα είναι ίσες με τα Έξοδα Εγκατάστασης του τρέχοντος έτους επί τον συντελεστή απόσβεσης (Πίνακας 4.3, Average Depreciation Rate) συν τις Ενσώματες Ακινήτοποιήσεις του τρέχοντος έτους επί τον συντελεστή απόσβεσης (Πίνακας 4.3). Τα μεγέθη των Εξόδων Εγκατάστασης και των Ενσώματων Ακινήτοποιήσεων υπολογίζονται στον αντίστοιχο Πίνακα 4.7 του Ισολογισμού που παρατίθεται στη συνέχεια.
- Ø Τα Κέρδη από Πώληση Συμμετοχών και Χρεογράφων, οι Ζημίες από Πώληση Συμμετοχών και Χρεογράφων, τα Έκτακτα και Ανόργανα Έσοδα και τα Έκτακτα και Ανόργανα Έξοδα ορίζονται μηδενικά , βάση της παραδοχής που προηγήθηκε στον Πίνακα 4.4, για τις μελλοντικές περιόδους.

Κεφάλαιο 4: Μελέτη Αποτίμησης της Εταιρείας Αυλόγυρος

- Ø Τα Κέρδη Προ Φόρων και Τόκων (EBIT) για κάθε έτος είναι ίσα με EBITDA μείον Αποσβέσεις συν Κέρδη από Πώληση Συμμετοχών και Χρεογράφων μείον Ζημίες από Πώληση Συμμετοχών και Χρεογράφων συν Έκτακτα και Ανόργανα Έσοδα μείον Έκτακτα και Ανόργανα Έξοδα του ίδιου έτους. Από τον Πίνακα 4.5 φαίνεται πως το EBIT ξεκινά μια θετική πορεία μόνο από το 2007, έχοντας ύψος 50.468 ευρώ.
- Ø Οι Πιστωτικοί Τόκοι θα υπολογιστούν στη συνέχεια με τη βοήθεια του Πίνακα Προβλεπόμενων Ταμειακών Ροών.
- Ø Οι Χρεωστικοί Τόκοι θα είναι το γινόμενο του Βραχυπρόθεσμου Τραπεζικού Δανεισμού, ο οποίος όπως φαίνεται στον αντίστοιχο πίνακα των στοιχείων Ισολογισμού (Πίνακας 4.7 που παρουσιάζεται στη συνέχεια) είναι σταθερός, επί το επιτόκιο υπέρβασης πίστωσης από τράπεζα που δίνεται από τον Πίνακα 4.3 με τις γενικές παραδοχές. Το ύψος των Χρεωστικών Τόκων ανέρχεται στα 5.247 ευρώ και παραμένει σταθερό από το 2003 μέχρι το 2007 καθώς όπως θα φανεί και από τον Πίνακα 4.7 των στοιχείων Ισολογισμού ο Βραχυπρόθεσμος Τραπεζικός Δανεισμός θεωρείται σταθερός και ίσος με 74.951 ευρώ, ίσος δηλαδή με εκείνον του 2002.
- Ø Τα Κέρδη Προ Φόρων (EBT) θα είναι ίσα με το EBIT συν τους Πιστωτικούς Τόκους μείον τους Χρεωστικούς Τόκους. Όπως και το EBIT παραπάνω, έτσι και το EBT παρουσιάζει θετική τιμή το 2007.

Στη συνέχεια παρατίθεται κατά ανάλογο τρόπο ο Πίνακας 4.6 με τις ποσοστιαίες μεταβολές του Ισολογισμού για την Περίοδο 2003-2007 όπου θα επισημανθούν και ορισμένες άλλες παραδοχές έτσι ώστε εν συνεχεία να καταρτισθεί ο Ισολογισμός (Πίνακας 4.7) για την ίδια χρονική περίοδο.

Κεφάλαιο 4: Μελέτη Αποτίμησης της Εταιρείας Αυλόγυρος

Πίνακας 4.6

Προβλεπόμενες Ποσοστιαίες Μεταβολές του Ισολογισμού για την Περίοδο 2003-2007

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Εξοδα Εγκατάστασης						
Αποσβέσεις	-28,3%	-39,5%	91,6%	-46,1%	-85,4%	-100,0%
Ενσώματες						
Ακίνητοποιήσεις						
Αποσβέσεις	-17,0%	-7,8%	-8,2%	-9,0%	-10,3%	-12,5%
Συμμετοχές σε						
Συνδεδεμένες						
Επιχειρήσεις						
Λοιπές Μακροπρόθεσμες						
Απαιτήσεις						
Μεταβατικοί Λογαριασμοί						
Ενεργητικού	11,2%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Κυκλοφορούν Ενεργητικό						
Διαθέσιμα & Χρεόγραφα						
Αποθέματα	4 μέρες	4 μέρες	4 days	4 μέρες	4 μέρες	4 μέρες
Απαιτήσεις	21 μέρες	21 μέρες	21 μέρες	21 μέρες	21 μέρες	21 μέρες
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	118,9%	97,8%	81,8%	70,5%	65,1%	65,9%
Μετοχικό Κεφάλαιο						
Αποθεματικά & Κέρδη εις						
Νέον						
Βραχυπρόθεσμες						
Υποχρεώσεις						
Μερίσματα						
Υποχρεώσεις από						
Φόρους - Τέλη						
Προμηθευτές & Λοιποί						
Πιστωτές	360 μέρες	340 μέρες	320 μέρες	300 μέρες	290 μέρες	290 μέρες
Μεταβατικοί Λογαριασμοί						
Παθητικού	11,2%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Βραχυπρόθεσμος						
Τραπεζικός Δανεισμός						
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	118,9%	97,8%	81,8%	70,5%	65,1%	65,9%

Οι παραδοχές που χρησιμοποιήθηκαν στον Πίνακα 4.6 είναι οι εξής:

Κεφάλαιο 4: Μελέτη Αποτίμησης της Εταιρείας Αυλόγυρος

- Ø Η διάρκεια παραμονής των αποθεμάτων τέθηκε ίση με 4 ημέρες όση είναι η μέση παραμονή αποθεμάτων που προκύπτει από τα δεδομένα που ήταν διαθέσιμα έως το 2002 (διάρκεια παραμονής των αποθεμάτων = Αποθέματα / (Κόστος πωληθέντων / 365 ημέρες)). Η μέση παραμονή των αποθεμάτων για 4 ημέρες είναι μια διάρκεια που φαίνεται να είναι μικρή, αλλά δεδομένης της δραστηριότητας της Εταιρείας κρίνεται ικανοποιητική.
- Ø Κατά τον ίδιο τρόπο η διάρκεια είσπραξης των απαιτήσεων τέθηκε ίση με 21 ημέρες (διάρκεια είσπραξης των απαιτήσεων = Απαιτήσεις / (Κύκλος Εργασιών / 365 ημέρες)).
- Ø Η διάρκεια εξόφλησης των προμηθευτών θεωρήθηκε για το έτος 2002 ίση με 360 ημέρες και μειώνεται για κάθε επόμενο έτος όπως φαίνεται στον Πίνακα 4.6. Το χρονικό περιθώριο αυτό είναι αρκετά μεγάλο και σε σχέση με τις 21 ημέρες που είναι η μέση διάρκεια είσπραξης των απαιτήσεων, λειτουργεί προς όφελος της Εταιρείας.

Οι υπόλοιπες ποσοστιαίες μεταβολές υπολογίζονται κανονικά από τον Πίνακα 4.7 του Ισολογισμού για την περίοδο 2003-2007 που ακολουθεί.

Κεφάλαιο 4: Μελέτη Αποτίμησης της Εταιρείας Αυλόγυρος

Πίνακας 4.7

Προβλεπόμενος Ισολογισμός για την Περίοδο 2003-2007

(Ποσά σε €)	2003	2004	2005	2006	2007
Έξοδα Εγκατάστασης	255.042	345.042	345.042	345.042	345.042
Αποσβέσεις	205.002	249.168	293.333	337.499	345.041
	50.040	95.874	51.709	7.543	1
Ενσώματες Ακίνητοποιήσεις	717.920	787.920	867.920	957.920	1.057.920
Αποσβέσεις	339.759	440.612	551.706	674.320	809.734
	378.161	347.307	316.214	283.600	248.186
Συμμετοχές σε Συνδεδεμένες Επιχειρήσεις	886.169	886.169	886.169	886.169	886.169
Λοιπές Μακροπρόθεσμες Απαιτήσεις	15.829	15.829	15.829	15.829	15.829
	901.998	901.998	901.998	901.998	901.998
Μεταβατικοί Λογαριασμοί Ενεργητικού Κυκλοφορούν Ενεργητικό	3.336	3.836	4.411	5.073	5.834
Διαθέσιμα & Χρεόγραφα	832.351	704.595	733.336	916.412	1.306.257
Αποθέματα	18.560	21.344	24.546	28.228	32.462
Απαιτήσεις	138.481	159.253	183.141	210.612	242.203
	989.392	885.192	941.023	1.155.251	1.580.922
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	2.322.926	2.234.208	2.215.354	2.353.466	2.736.941
Ίδια Κεφάλαια					
Μετοχικό Κεφάλαιο	1.246.662	1.246.662	1.246.662	1.246.662	1.246.662
Διαφορά από Έκδοση Μετοχών Υπέρ το Άρτιο	645.341	645.341	645.341	645.341	645.341
Αποθεματικά & Κέρδη εις Νέον	-1.208.418	-1.427.000	-1.579.477	-1.646.252	-1.567.691
	683.585	465.003	312.525	245.751	324.312
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις					
Μερίσματα	0	0	0	0	0
Υποχρεώσεις από Φόρους - Τέλη	0	0	0	0	0
Προμηθευτές & Λοιποί Πιστωτές	1.549.140	1.676.716	1.807.710	2.009.571	2.311.006
	1.549.140	1.676.716	1.807.710	2.009.571	2.311.006
Μεταβατικοί Λογαριασμοί Παθητικού	15.250	17.537	20.168	23.193	26.672
Βραχυπρόθεσμος Τραπεζικός Δανεισμός	74.951	74.951	74.951	74.951	74.951
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	2.322.926	2.234.208	2.215.354	2.353.466	2.736.941

Στον Πίνακα 4.7 με τον Ισολογισμό της Εταιρείας για την Περίοδο 2003-2007, εκτός από τις παραδοχές που παρουσιάστηκαν στον Πίνακα 4.3 χρησιμοποιήθηκαν και οι παραδοχές που προαναφέρθηκαν από τον Πίνακα 4.6.

Κεφάλαιο 4: Μελέτη Αποτίμησης της Εταιρείας Αυλόγυρος

Πιο αναλυτικά στον Πίνακα 4.7 ισχύουν τα εξής:

- Ø Τα Έξοδα Εγκατάστασης το 2003 παρέμειναν σταθερά και ίσα με εκείνα που δόθηκαν για το 2002, δηλαδή 255.042 ευρώ. Το 2004 προστέθηκαν 90.000 ευρώ, σύμφωνα με οδηγίες της διοίκησης και εφ' εξής αυτά παρέμειναν σταθερά έως το 2007. στο ύψος των 345.042 ευρώ.
- Ø Οι Αποσβέσεις κάθε έτους υπολογίστηκαν ως το άθροισμα των Αποσβέσεων του προηγούμενου έτους συν τα Έξοδα Εγκατάστασης του τρέχοντος έτους πολλαπλασιασμένα με τον συντελεστή απόσβεσης (Average Depreciation Rate) που δίνεται στον Πίνακα 4.3. Το 2002 οι Αποσβέσεις των Εξόδων Εγκατάστασης έχουν ύψος 205.002 ευρώ και τελικά φθάνουν το 2007 τα 345.041 ευρώ πραγματοποιώντας πλήρη απόσβεση των Εξόδων Εγκατάστασης.
- Ø Οι Ενσώματες Ακινήτοποιήσεις κάθε έτους ισούται με του προηγούμενου έτους συν το επενδύόμενο ποσό που δίνεται στον Πίνακα 4.3 (New Investments) κατ' αντιστοιχία έτους κάθε φορά. Έτσι για το 2003 οι Ενσώματες Ακινήτοποιήσεις θα είναι 657.920 ευρώ από το 2002 συν 60.000 ευρώ, καθώς όπως δίδεται από τη Διοίκηση πραγματοποιήθηκε νέα επένδυση (Πίνακας 4.3), φθάνοντας τελικά στο ύψος των 717.920. Ομοίως υπολογίζονται οι Ενσώματες Ακινήτοποιήσεις για το 2004, 2005, 2006, 2007 και είναι αντίστοιχα 787.920 ευρώ (με την προσθήκη νέας επένδυσης ύψους 70.000 ευρώ), 867.920 ευρώ (με την προσθήκη νέας επένδυσης ύψους 80.000 ευρώ), 957.920 ευρώ (με την προσθήκη νέας επένδυσης ύψους 90.000 ευρώ)

Κεφάλαιο 4: Μελέτη Αποτίμησης της Εταιρείας Αυλόγυρος

και 1.057.920 ευρώ (με την προσθήκη νέας επένδυσης ύψους 100.000 ευρώ).

- Ø Οι Αποσβέσεις των Ενσώματων Ακινήτοποιήσεων υπολογίζονται ανάλογα με εκείνες των Εξόδων Εγκατάστασης δηλαδή ως το άθροισμα των Αποσβέσεων του προηγούμενου έτους συν τις Ενσώματες Ακινήτοποιήσεις του τρέχοντος έτους πολλαπλασιασμένα με τον συντελεστή απόσβεσης (Average Depreciation Rate) που δίνεται στον Πίνακα 4.3. Το 2002 οι Αποσβέσεις των Ενσώματων Ακινήτοποιήσεων έχουν ύψος 247.865 ευρώ και τελικά φθάνουν το 2007 τα 809.734 ευρώ, χωρίς όμως μέχρι τότε να έχει προλάβει να πραγματοποιηθεί πλήρης απόσβεση για το δεδομένο χρονικό ορίζοντα της πρόβλεψης και το δεδομένο συντελεστή απόσβεσης.
- Ø Οι Συμμετοχές σε Συνδεδεμένες Επιχειρήσεις και οι Λοιπές Μακροπρόθεσμες Απαιτήσεις λαμβάνονται σταθερές και ίσες με εκείνες του 2002 δηλαδή 886.169 ευρώ.
- Ø Οι Μεταβατικοί Λογαριασμοί Ενεργητικού θεωρούνται ότι αυξάνονται σταθερά κατά 15% κάθε χρόνο ανάλογα δηλαδή με το κόστος Πωληθέντων φθάνοντας τα 5.834 ευρώ το 2007 από τα 2.900 ευρώ που ήταν το 2002.
- Ø Τα Διαθέσιμα και Χρεόγραφα θα υπολογιστούν στη συνέχεια μέσα από τον Πίνακα Προβλεπομένων Ταμειακών Ροών (Πίνακας 4.8).
- Ø Τα Αποθέματα υπολογίζονται από το κόστος πωληθέντων επί τις ημέρες παραμονής τους, οι οποίες δίνονται στον Πίνακα 4.6, δια 365 ημέρες. Για το 2003 επομένως τα Αποθέματα θα είναι 1.663.047 ευρώ * 4 μέρες/365 μέρες= 18.560 ευρώ. Ομοίως για τα επόμενα έτη τα

Κεφάλαιο 4: Μελέτη Αποτίμησης της Εταιρείας Αυλόγυρος

Αποθέματα θα αυξάνουν με τον ίδιο ρυθμό με το κόστος πωληθέντων, δηλαδή με 15%, φθάνοντας τελικά στις 32.462 ευρώ το 2007.

- Ø Οι Απαιτήσεις υπολογίζονται από τον Κύκλο Εργασιών επί τις ημέρες που χρειάζονται για την εξόφληση τους, οι οποίες έχουν ήδη δοθεί στον Πίνακα 4.6, δια 365 ημέρες. Για το 2003 επομένως οι Απαιτήσεις θα είναι $2.375.782 \text{ ευρώ} * 21 \text{ μέρες} / 365 \text{ μέρες} = 138.481 \text{ ευρώ}$. Για τα επόμενα έτη η αύξηση θα είναι σταθερή και ίση με την παραδεκτή για τον Κύκλο Εργασιών ετήσια αύξηση δηλαδή 15%, φθάνοντας το ύψος των 242.203 ευρώ το 2007.
- Ø Το Μετοχικό Κεφάλαιο και η Διαφορά από την Έκδοση Υπέρ το Άρτιο παραμένουν σταθερά και ίσα με τα πόσα που δόθηκαν για το έτος 2002, τα οποία είναι 1.246.662 ευρώ.
- Ø Τα Αποθεματικά και τα Κέρδη Εις Νέο του έτους υπολογίζονται από το άθροισμα των ιδίων του προηγούμενου έτους συν τα Καθαρά Κέρδη προς Διάθεση του τρέχοντος έτους, τα οποία δίνονται στον Πίνακα 4.5. Λόγω του ότι η Εταιρεία παρουσιάζει ζημίες μέχρι και το 2002, ενώ προβλέπεται να συνεχίζει να έχει ζημίες μέχρι και το 2006, τα Αποθεματικά και τα Κέρδη Εις Νέο κάθε έτους αυξάνονται αρνητικά, με μόνη εξαίρεση το 2007, όπου λόγω του ότι είναι η πρώτη χρονιά που παρουσιάζονται κέρδη, τα Αποθεματικά και τα Κέρδη Εις Νέο του έτους είναι λιγότερο αρνητικά από εκείνα του 2006 και διαμορφώνονται στα 1.567.691 ευρώ.
- Ø Τα Μερίσματα και οι Υποχρεώσεις από Φόρους-Τέλη θεωρούνται μηδενικά για την υπό εξέταση Περίοδο.

Κεφάλαιο 4: Μελέτη Αποτίμησης της Εταιρείας Αυλόγυρος

- Ø Οι Προμηθευτές και Λοιποί Πιστωτές υπολογίζονται από το γινόμενο του Κόστους Πωληθέντων επί τις ημέρες που χρειάζονται για την πληρωμή αυτών, οι οποίες φαίνονται στον Πίνακα 4.6, δια 365 ημέρες. Για το 2003 επομένως οι Προμηθευτές και Λοιποί Πιστωτές θα είναι $1.663.047 \text{ ευρώ} * 340 \text{ μέρες} / 365 \text{ μέρες} = 1.549.140 \text{ ευρώ}$. Ομοίως για τα επόμενα έτη οι Προμηθευτές και Λοιποί Πιστωτές θα αυξάνονται με τον ίδιο ρυθμό με το κόστος πωληθέντων, δηλαδή με 15%, φθάνοντας τελικά στις 2.311.006 ευρώ το 2007.
- Ø Οι Μεταβατικοί Λογαριασμοί Παθητικού είναι ίσοι με τα ποσά του προηγούμενου έτους επαυξημένα κατά 15%, όσο δηλαδή και η αύξηση του Κόστους Πωληθέντων. Και θα ανέλθουν το 2007 τελικά στα 26.672 ευρώ.
- Ø Ο Βραχυπρόθεσμος Τραπεζικός Δανεισμός παραμένει σταθερός και ίσος με τα ποσά του 2002, δηλαδή στα 74.951 ευρώ.

Ακολούθως υπολογίζονται οι προβλεπόμενες ταμειακές ροές, οι οποίες θα βοηθήσουν στη διαδικασία της αποτίμησης της Εταιρείας. Μέσω του Πίνακα Προβλεπόμενων Ταμειακών Ροών (Πίνακας 4.8) υπολογίζονται και οι Πιστωτικοί Τόκοι που χρειάζονται για την κατάρτιση του Πίνακα Αποτελεσμάτων Χρήσης καθώς και τα Διαθέσιμα και Χρεόγραφα που χρειάζονται για την κατάρτιση του Πίνακα του Ισολογισμού.

Πίνακας 4.8

Προβλεπόμενες Ταμειακές Ροές για την Περίοδο 2003-2007

(Ποσά σε €)	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Αρχικό Υπόλοιπο Διαθεσίμων	1.119.816	922.664	832.351	704.595	733.336	733.336	916.412
ΕΒΙΤ		-324.135	-279.823	-236.389	-168.800	-86.274	50.468
Αποσβέσεις		116.859	124.539	145.019	155.259	166.779	142.956
Μεταβολή Απαιτήσεων		30.893	18.063	20.772	23.888	27.471	31.592
Μεταβολή Αποθεμάτων		2.675	2.421	2.784	3.202	3.682	4.234
Μεταβολή Υποχρεώσεων		40.763	122.822	127.576	130.993	201.861	301.436
Καταβολή Φόρου		22.462	0	0	0	0	0
Μεταβολή στην Αξία των Συμμετοχών		0	0	0	0	0	0
Μεταβολή στους Μεταβατικού Λογαριασμούς		0	1.554	1.787	2.055	2.364	2.718
Ταμειακές Ροές από Λειτουργικές Δραστηριότητες		-222.543	-51.392	14.437	92.418	253.576	461.752
Καταβολή Μερισμάτων		0	0	0	0	0	0
Χρεωστικοί Τόκοι		5.247	5.247	5.247	5.247	5.247	5.247
Πιστωτικοί Τόκοι		30.637	26.325	23.054	21.569	24.746	33.340
Επενδύσεις σε Πάγια Στοιχεία		0	60.000	160.000	80.000	90.000	100.000
Ταμειακές Ροές από Επενδυτικές Δραστηριότητες		25.391	-38.921	-142.192	-63.678	-70.500	-71.907
Μεταβολή Βραχυπρόθεσμου Δανεισμού		0	0	0	0	0	0
Μεταβολή Μετοχικού Κεφαλαίου		0	0	0	0	0	0
Μεταβολή Διαθεσίμων		-197.153	-90.313	-127.755	28.741	183.076	389.845
Τελικό Υπόλοιπο Διαθεσίμων	1.119.816	922.664	832.351	704.595	733.336	916.412	1.306.257

- Ø Στον παραπάνω Πίνακα το Τελικό Υπόλοιπο Διαθέσιμων για το 2001 καθώς και το Αρχικό Υπόλοιπο Διαθεσίμων για το 2002 είναι ίσο με τα Διαθέσιμα και Χρεόγραφα που δίνονται από τον Πίνακα με τα στοιχεία Ισολογισμού για το αντίστοιχο έτος (Πίνακας 4.1). Το αρχικό υπόλοιπο διαθεσίμων φαίνεται ότι φθίνει και ξεκινώντας από τα 1.119.816 ευρώ το 2002 φθάνει το 2007 τα 916.412 ευρώ.
- Ø Το ΕΒΙΤ και οι Αποσβέσεις δίνονται για κάθε έτος από τον Πίνακα 4.5. Το ΕΒΙΤ αν και αρνητικό στην αρχή παρουσιάζει σταδιακή άνοδο καθώς από το 2002 όπου ήταν -324,135 ευρώ καταλήγει το 2007 να

Κεφάλαιο 4: Μελέτη Αποτίμησης της Εταιρείας Αυλόγυρος

έχει φθάσει τα 50.468 ευρώ. Οι μεταβολές Απαιτήσεων, Αποθεμάτων και Υποχρεώσεων είναι οι μεταβολές του εκάστοτε μεγέθους από τα αντίστοιχα μεγέθη του τρέχοντος έτους μείον του προηγούμενου έτους. Τα μεγέθη αυτά δίνονται επίσης στον Πίνακα 4.7. Οι μεταβολές των Απαιτήσεων και Αποθεμάτων δεν φαίνονται ιδιαίτερα μεγάλες, σε αντίθεση με τη μεταβολή των Υποχρεώσεων η οποία δείχνει να αυξάνεται αρκετά, καθώς από 40.763 ευρώ το 2002 φθάνει τα 301.436 ευρώ.

- Ø Η καταβολή φόρου και η μεταβολή στην αξία των Συμμετοχών θεωρούνται μηδενικές για το υπό εξέταση διάστημα, όπως φαίνεται από τον Πίνακα Αποτελεσμάτων Χρήσης 4.5.
- Ø Η μεταβολή στους Μεταβατικούς Λογαριασμούς υπολογίζεται ως η μεταβολή των Μεταβατικών Λογαριασμών Παθητικού (τρέχοντος από το προηγούμενο έτος), μείον τη μεταβολή Μεταβατικών Λογαριασμών Ενεργητικού (τρέχοντος από το προηγούμενο έτος). Σε αυτή τη περίπτωση παρουσιάζεται μια αύξηση στην πορεία της μεταβολής των Μεταβατικών Λογαριασμών, φθάνοντας το 2007 τα 2.718 ευρώ.
- Ø Οι Ταμειακές Ροές από Λειτουργικές Δραστηριότητες ορίζονται ως το άθροισμα των EBIT, Αποσβέσεων, Μεταβολής Υποχρεώσεων, Μεταβολής στους Μεταβατικούς Λογαριασμούς μείον τη Μεταβολή Απαιτήσεων, τη Μεταβολή Αποθεμάτων, τη Καταβολή Φόρου και τη Μεταβολή στην Αξία των Συμμετοχών. Η Αύξηση των ταμειακών ροών είναι μεγάλη από έτος σε έτος καθώς από το 2002 που ήταν -222.546 ευρώ φθάνει το 2007 στα 461.752 ευρώ (αύξηση δηλαδή μέσα στα 5 χρόνια 307%)

Κεφάλαιο 4: Μελέτη Αποτίμησης της Εταιρείας Αυλόγυρος

- Ø Η καταβολή Μερισμάτων θεωρήθηκε μηδενική και οι Χρεωστικοί Τόκοι σταθεροί και ίσοι με του 2002 (5.247 ευρώ), ενώ οι Επενδύσεις σε Πάγια Στοιχεία δίνονται από τον Πίνακα 4.7 και ορίζονται ως το άθροισμα της μεταβολής των Ενσώματων Ακινήτοποιήσεων (τρέχοντος από το προηγούμενο έτος) συν την μεταβολή των Εξόδων Εγκατάστασης (τρέχοντος από το προηγούμενο έτος).
- Ø Οι Ταμειακές Ροές από Επενδυτικές Δραστηριότητες ορίζονται ως η διαφορά των Πιστωτικών Τόκων από τις Επενδύσεις σε Πάγια Στοιχεία από την καταβολή Μερισμάτων και από τους Χρεωστικούς Τόκους. Οι ταμειακές ροές παρουσιάζονται ως επί το πλείστον αρνητικές, λόγω της επενδυτικής δραστηριότητας που έλαβε χώρα μέσα στην υπό εξέταση χρονική περίοδο. Μεγαλύτερη τιμή παρουσιάζεται το έτος 2004 με -142.192 ευρώ, ενώ το 2007 κυμαίνεται στα -71.907 ευρώ.
- Ø Η μεταβολή Διαθεσίμων ορίζεται ως το άθροισμα των Ταμειακών Ροών από Λειτουργικές Δραστηριότητες συν τις ταμειακές Ροές από Επενδυτικές Δραστηριότητες συν τις Ταμειακές Ροές από Χρηματοοικονομικές Δραστηριότητες, που εν προκειμένω είναι μηδενικές για όλα τα έτη.
- Ø Το Τελικό Υπόλοιπο των Διαθεσίμων ορίζεται ως το άθροισμα του Αρχικού Υπολοίπου Διαθεσίμων συν την Μεταβολή Διαθεσίμων για κάθε έτος. Στον Ισολογισμό επομένως και στο μέρος του Ενεργητικού, ο λογαριασμός των Διαθεσίμων και Χρεογράφων θα είναι ίσος με το Τελικό Υπόλοιπο των Διαθεσίμων για κάθε έτος. Όπως φαίνεται από τον Πίνακα 4.8, η μεταβολή του Τελικού Υπολοίπου Διαθεσίμων από το 2002 παρουσιάζει μια φθίνουσα πορεία ξεκινώντας από τα 922.664

Κεφάλαιο 4: Μελέτη Αποτίμησης της Εταιρείας Αυλόγυρος

ευρώ και φθάνοντας το 2004 στα 704.595 ευρώ. Ακολούθως διαφαίνεται αύξηση με μέγιστη τιμή του Τελικού Υπολοίπου των Διαθεσίμων κατά το 2007 στα 1.306.257 ευρώ.

Σε αυτό το σημείο καταρτίστηκαν, βάσει των οικονομικών προβλέψεων, οι ελεύθερες ταμειακές ροές για τις προβλεπόμενες οικονομικές χρήσεις 2003-2007, οι οποίες φαίνονται στον Πίνακα 4.9 που ακολουθεί:

Πίνακας 4.9

Ελεύθερες Ταμειακές Ροές για την Περίοδο 2003-2007

(Ποσά σε €)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	<u>Διηλεκές</u>
EBIT	-324.135	-279.823	-236.389	-168.800	-86.274	50.468	
Καταβολή Φόρου	0	0	0	0	0	17.664	
Αποσβέσεις	116.859	124.539	145.019	155.259	166.779	142.956	
Επενδύσεις σε Πάγια Στοιχεία	0	60.000	160.000	80.000	90.000	100.000	
Αύξηση Κεφαλαίου Κίνησης	-9.870	-104.759	-106.804	-107.106	-174.390	-269.844	
Free Cash Flow	-197.406	-110.525	-144.566	13.565	164.895	345.604	7.732.889

Σε αυτόν τον Πίνακα τα στοιχεία που παρουσιάζονται αντλούν δεδομένα από τους προηγούμενους πίνακες που παρουσιάστηκαν, ως εξής:

- ∅ Το EBIT προέρχεται για κάθε έτος από το αντίστοιχο μέγεθος του Πίνακα 4.8 με τις Προβλεπόμενες Ταμειακές Ροές των εξεταζόμενων περιόδων.
- ∅ Η Καταβολή Φόρου εφαρμόζεται εφόσον το αντίστοιχο EBIT κάθε έτους είναι θετικό. Ο συντελεστής φορολογίας είναι ίσος με 35% και δίδεται στον Πίνακα 4.3 με τις χρησιμοποιηθείσες παραδοχές. Φόρος καταβάλλεται επομένως μόνο το 2007, όπου το EBIT είναι θετικό και έχει ύψος 17,664 ευρώ.

Κεφάλαιο 4: Μελέτη Αποτίμησης της Εταιρείας Αυλόγυρος

- Ø Οι Αποσβέσεις προέρχονται για κάθε έτος από το αντίστοιχο μέγεθος του Πίνακα 4.5 με τα Αποτελέσματα Χρήσης των εξεταζόμενων περιόδων.
- Ø Οι Επενδύσεις σε Πάγια στοιχεία προέρχονται για κάθε έτος από το αντίστοιχο μέγεθος του Πίνακα 4.8 με τις Προβλεπόμενες Ταμειακές Ροές των εξεταζόμενων περιόδων.
- Ø Η Αύξηση Κεφαλαίου Κίνησης προέρχονται για κάθε έτος από τον Πίνακα 4.7 με τα Στοιχεία Ισολογισμού των εξεταζόμενων περιόδων και ισούται με τη μεταβολή της διαφοράς των Απαιτήσεων από τους Προμηθευτές του τρέχοντος έτους σε σχέση με το προηγούμενο έτος. Λόγω του ότι οι Προμηθευτές κάθε χρόνο υπερβαίνουν τις απαιτήσεις και παρουσιάζουν αύξηση η Αύξηση Κεφαλαίου Κίνησης είναι αρνητική και αυξάνεται αρνητικά κάθε χρόνο, ξεκινώντας από –9.870 ευρώ το 2002 και φθάνοντας τα –269.844 ευρώ το 2007.
- Ø Τέλος οι Ελεύθερες Ταμειακές Ροές (Free Cash Flow ή FCF) κάθε έτους προκύπτουν ως:

$FCF = \text{EBIT} - \text{Καταβολή Φόρου} + \text{Αποσβέσεις} - \text{Επενδύσεις σε Πάγια στοιχεία} - \text{Αύξηση Κεφαλαίου Κίνησης}.$

Οι Ελεύθερες Ταμειακές Ροές ενώ ξεκινούν με αρνητικές τιμές (το 2002 είναι –197.406 ευρώ), παρουσιάζουν θετική αξία από το 2005 και μετά, αγγίζοντας το 2007 τα 345.604 ευρώ.

Σε αυτό το σημείο παρουσιάζεται ο Πίνακας 4.10 με τους απαραίτητους συντελεστές για την πραγματοποίηση της αποτίμησης της Εταιρείας με βάση τη μέθοδο DCF.

Πίνακας 4.10

Συντελεστές για την πραγματοποίηση της Αποτίμησης της Εταιρείας.

<u>Valuation</u>	
Συντελεστής βήτα	0,57
Premium του Ρίσκου της Αγοράς	6,01%
Απόδοση χωρίς Κίνδυνο	4,70%
Κόστος Κεφαλαίου	8,13%
Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου WACC	8,13%
Ανάπτυξη στο Διηλεκές	3,5%

Το ενδεδειγμένο προεξοφλητικό επιτόκιο, δηλαδή το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC), θα καθοριστεί, όπως έχει προαναφερθεί σε ενότητα του Κεφαλαίου 2, βάσει της διάρθρωσης ιδίων (Cost of Equity), δανειακών (Cost of Debt) και επιχορηγούμενων κεφαλαίων.

Ø Ο υπολογισμός του Κόστους των Ιδίων Κεφαλαίων διενεργήθηκε σύμφωνα με το πρότυπο αξιολόγησης αξιογράφων Capital Asset Pricing Model (CAPM), όπως παρουσιάστηκε θεωρητικά στην ενότητα 2.3.1.2 του Κεφαλαίου 2, το οποίο στηρίζεται στη βασική αρχή της συσχέτισης κινδύνου και απόδοσης, ως ακολούθως:

$$K_e = r_f + \beta^*(r_m - r_f) \quad (4.1)$$

όπου:

r_f = επιτόκιο άνευ κινδύνου

β = ο λόγος της συνδιακύμανσης (covariance) της απόδοσης (returns) της εταιρείας υπό εκτίμηση, σε σύγκριση με την αγορά (market) στην οποία δραστηριοποιείται η Εταιρεία δια της διακύμανσης (variance) της απόδοσης της αγοράς

Κεφάλαιο 4: Μελέτη Αποτίμησης της Εταιρείας Αυλόγυρος

r_m = απόδοση της αγοράς.

Όλα τα παραπάνω μεγέθη δίνονται στον Πίνακα 4.10, οπότε με αντικατάστασή τους στη σχέση (4.1) προκύπτει ότι το Κόστος των Ιδίων Κεφαλαίων ανέρχεται στο 8,13%

- Ø Υπολογίσθηκε το ενδεδειγμένο προεξοφλητικό επιτόκιο βάσει αναλογίας ιδίων, δανειακών και επιχορηγούμενων κεφαλαίων (Weighed Average Cost of Capital) το οποίο ανήλθε σε 8,13%.
- Ø Ακολουθεί ο υπολογισμός της ταμειακής Ροής στο Διηνεκές δηλαδή της παρούσας αξίας των Χρηματοροών της εταιρείας μετά την περίοδο προβλέψεων. Για τα έτη μετά την υπό εξέταση περίοδο (2003-2007) θεωρήθηκε ετήσια αύξηση της ταμειακής ροής κατά 3,5% (growth to perpetuity), λόγω του ικανοποιητικού ρυθμού ανάπτυξης που παρουσιάζει το πεδίο δραστηριοποίησης της Εταιρείας και με δεδομένο τις θετικές προοπτικές που παρουσιάζει ο κλάδος των εστιατορίων και συγκεκριμένα της ταχείας εστίασης. Η υπολειμματική αξία στο έτος 2007 προεξοφλήθηκε βάσει ράντας (με προεξοφλητικό επιτόκιο τη διαφορά μεταξύ μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου και ρυθμού ανάπτυξης) και στη συνέχεια στην παρούσα αξία της βάσει του προεξοφλητικού επιτοκίου του έτους 2007. Η τιμή της Ταμειακής Ροής στο Διηνεκές (Free Cash Flow to Perpetuity) φαίνεται στον Πίνακα 4.9 και υπολογίζεται ως:

$$\text{Free Cash Flow to Perpetuity} = \text{Free Cash Flow}_{2007} * (1 + \text{growth to perpetuity}) / (\text{WACC} - \text{growth to perpetuity})$$

Κεφάλαιο 4: Μελέτη Αποτίμησης της Εταιρείας Αυλόγυρος

Ø Εν συνεχεία, προεξοφλήθηκαν, βάσει του προεξοφλητικού επιτοκίου (WACC), οι μελλοντικές ταμειακές ροές (ροές πενταετίας 2003-2007) στην παρούσα αξία τους και προστέθηκαν στην προεξοφλημένη ταμειακή ροή του Διηνεκούς που βρέθηκε προηγουμένως. Ο πίνακας που ακολουθεί (Πίνακας 4.11) δείχνει τα αποτελέσματα της προεξόφλησης των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών στη γραμμή των Discounted Cash Flows. Η συνολική Καθαρή Παρούσα Αξία της αποτιμώμενης εταιρείας, που ανέρχεται στα 5.265.133 ευρώ, είναι δηλαδή η παρούσα αξία μελλοντικών ταμειακών ροών συν την παρούσα αξία της υπολειμματικής αξίας.

Πίνακας 4.11

Εφαρμογή Μεθόδου Προεξόφλησης Ελεύθερων Ταμειακών Ροών (DCF)

Προεξοφλημένες Ταμειακές Ροές (Discounted Cash Flows DCF)	5.265.133
+ Διαθέσιμα 15/10/2002	893.585
- Δανεισμός 15/10/2002	85.806
+ Συμμετοχές σε άλλες εταιρείες 15/10/2002	789.248
Αξία Εταιρείας 15/10/2002	6.862.160
Αξία του 16,7% της Εταιρείας 15/10/2002	1.145.981

Ø Στη συνολική Καθαρή Παρούσα Αξία της αποτιμώμενης Εταιρείας προστέθηκαν τα διαθέσιμα της Εταιρείας στις 15/10/2002 (μέσος όρος των διαθεσίμων της Εταιρείας κατά τον Οκτώβριο 2002), οι συμμετοχές της σε άλλες εταιρείες κατά τις 15/10/2002 (μέσος όρος των συμμετοχών της Εταιρείας κατά τον Οκτώβριο 2002) και αφαιρέθηκε ο δανεισμός της 15/10/2002 (μέσος όρος του δανεισμού της Εταιρείας κατά τον Οκτώβριο 2002). Τα ποσά αυτών των στοιχείων ελήφθησαν από τον Πίνακα 4.1. έτσι προέκυψε η Αξία της Εταιρείας για τον

Κεφάλαιο 4: Μελέτη Αποτίμησης της Εταιρείας Αυλόγυρος

Οκτώβριο του 2002 ίση με 6.862.160 ευρώ και επομένως το 16,7% αυτής, το οποίο κατέχει η εταιρεία ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΙ Κ. ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε., θα ανέρχεται στα 1.145.981 ευρώ.

4.6.3 ΠΟΛΛΑΠΛΑΣΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ ΑΓΟΡΑΣ

Τα πολλαπλάσια συγκεκριμένων δεικτών της αγοράς είναι μια ευρέως χρησιμοποιούμενη εναλλακτική μέθοδος αποτίμησης. Η μεθοδολογία αυτή βασίζεται στο γεγονός ότι η πιθανή αξία μίας εταιρείας ή μετοχής μπορεί να εκτιμηθεί βάσει εμπειρικών δεικτών που προκύπτουν από αντίστοιχες, ομοειδείς και, κατά προτίμηση, συγκρίσιμες εταιρείες, των οποίων οι μετοχές διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο. Αυτή η μέθοδος στηρίζεται στην αποτελεσματικότητα της αγοράς, η οποία υποδεικνύει ότι η τιμή των μετοχών μιας εταιρείας αντανακλά όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες και την επίδραση της προσφοράς και ζήτησης των ορθολογικών αγοραστών και πωλητών.

Στα πλαίσια της συγκριτικής αποτίμησης, θεσπίζονται τα κριτήρια επιλογής του συγκριτικού δείγματος των επιχειρήσεων, επιλέγεται το συγκριτικό δείγμα, καθώς και οι πλέον αντιπροσωπευτικοί δείκτες για τη συγκεκριμένη αποτίμηση. Στη συνέχεια, εφαρμόζονται, μετά από κατάλληλες προσαρμογές, οι δείκτες στα μεγέθη της εταιρείας ώστε να προκύψει το εύλογο εύρος αξιών σε κάθε περίπτωση.

Οι δείκτες που χρησιμοποιήθηκαν στην παρούσα αποτίμηση και θα αναλυθούν στη συνέχεια, είναι:

Κεφάλαιο 4: Μελέτη Αποτίμησης της Εταιρείας Αυλόγυρος

- Ø Ο λόγος Τιμής Μετοχής της Εταιρείας προς Ίδια Κεφάλαια.
- Ø Ο λόγος Τιμής Μετοχής της Εταιρείας προς Πωλήσεις.

4.6.4 ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΑ ΠΟΛΛΑΠΛΑΣΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ ΑΓΟΡΑΣ

Για τη συγκριτική αποτίμηση βάσει πολλαπλασίων χρηματοοικονομικών δεικτών της αγοράς ακολουθήθηκαν τα εξής βήματα εργασίας:

- Ø Επιλογή συγκριτικού δείγματος.
- Ø Επιλογή των δεικτών για τους σκοπούς της συγκεκριμένης αποτίμησης.
- Ø Στάθμιση των αντιπροσωπευτικών δεικτών.
- Ø Εφαρμογή των σταθμισμένων αντιπροσωπευτικών δεικτών στα μεγέθη της αποτιμώμενης εταιρείας ώστε να προκύψει το εύλογο εύρος αξιών σε κάθε περίπτωση.
- Ø Αναπροσαρμογή του εύρους αξιών λόγω έλλειψης εμπορευσιμότητας των μετοχών της αποτιμώμενης εταιρείας.

Καθορισμός Κριτηρίων Επιλογής Συγκριτικού Δείγματος

Προκειμένου να εφαρμοσθεί η μεθοδολογία αποτίμησης με βάση τα πολλαπλάσια χρηματοοικονομικών δεικτών πραγματοποιήθηκε έρευνα για τον εντοπισμό εταιρειών οι μετοχές των οποίων διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο και δραστηριοποιούνται σε κλάδους αντίστοιχους με την

Κεφάλαιο 4: Μελέτη Αποτίμησης της Εταιρείας Αυλόγυρος

αποτιμώμενη εταιρεία. Η διερεύνηση και συνακόλουθη επιλογή «συγκρίσιμων» εταιρειών βασίσθηκε στα εξής κριτήρια:

- Ø Συνάφεια δραστηριοτήτων εταιρειών.
- Ø Μέγεθος των εταιρειών με βάση τα οικονομικά μεγέθη τους σε σχέση με τις αγορές που εξυπηρετούν.

Επιλογή Εταιρειών

Η προσέγγιση αυτή στην αποτίμηση εταιρειών βασίζεται στην συγκριτική ανάλυση των οικονομικών μεγεθών της υπό εκτίμηση εταιρείας σε σχέση με τα μεγέθη ενός δείγματος εισηγμένων στο Χρηματιστήριο εταιρειών του ίδιου κλάδου. Η συγκριτική αποτίμηση βασίζεται πάνω στο πώς παρόμοιες επενδύσεις αποτιμούνται από την αγορά. Ωστόσο, παρόμοιες επενδύσεις ακόμα και όταν αναφερόμαστε στον ίδιο κλάδο ενδέχεται να έχουν διαφορετικό ρίσκο, δυνατότητα ανάπτυξης και ΑΤΡ. Βέβαια, από αυτό το τελευταίο απορρέει ότι η επένδυση προς εξέταση θα είναι υπερτιμημένη όταν η αγορά είναι υπερτιμημένη και υποτιμημένη όταν η αγορά είναι υποτιμημένη.

Ένα κρίσιμο βήμα σε αυτή την μέθοδο αποτίμησης είναι η επιλογή του κατάλληλου δείγματος συγκρίσιμων εισηγμένων εταιρειών που παρουσιάζουν ομοιότητες με τις υπό εξέταση εταιρείες ως προς τα χαρακτηριστικά της λειτουργίας, τη διάρθρωση, την επίδοση, τις προοπτικές και τη θέση τους στην αγορά.

Στο συγκριτικό δείγμα, με βάση τα κριτήρια συγκρισιμότητας που αναφέρθηκαν πρωτίτερα, περιλήφθηκαν τρεις εταιρείες του κλάδου εστίασης,

Κεφάλαιο 4: Μελέτη Αποτίμησης της Εταιρείας Αυλόγυρος

ως οι πιο αντιπροσωπευτικές εταιρείες που δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο και οι οποίες είναι εισηγμένες στο Χ.Α.Α:

- Ø Everest A.E.
- Ø Goody's A.E.
- Ø Γρηγόρης Μικρογεύματα A.E.

Στον πίνακα που ακολουθεί παρουσιάζονται τα σημαντικότερα οικονομικά μεγέθη του συγκριτικού δείγματος για το οικονομικό έτος 2001:

Πίνακας 4.12

Κυριότερα Οικονομικά Στοιχεία Συγκριτικού Δείγματος για το έτος 2001

(ποσά σε €)	Goody's	Everest	Γρηγόρης Μικρογεύματα
Κύκλος Εργασιών	112.842.030	30.559.734	26.815.892
Μικτό Κέρδος	53.685.244	13.863.578	17.545.023
Λειτουργικά Αποτελέσματα	13.181.555	5.642.291	4.609.655
<u>Καθαρά Αποτελέσματα</u>	<u>12.050.424</u>	<u>5.754.395</u>	<u>3.050.545</u>
Σύνολο Ενεργητικού	105.474.002	34.159.150	38.812.895
Σύνολο Υποχρεώσεων	31.720.194	6.512.393	25.498.362
<u>Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων</u>	<u>72.721.704</u>	<u>27.473.512</u>	<u>13.308.291</u>
Αριθμός Μετοχών	16.280.501	28.200.000	11.310.870

Από τον παραπάνω πίνακα φαίνεται ότι ο Κύκλος Εργασιών (112.842.030 ευρώ) της εταιρείας Goody's A.E, οποία θεωρείται από τους ηγέτες του κλάδου στην ελληνική αγορά, είναι σαφώς μεγαλύτερος και σχεδόν τριπλάσιος από εκείνο των εταιρειών Everest (30.559.734 ευρώ) και Γρηγόρης Μικρογεύματα (26.815.892 ευρώ). Ωστόσο αυτές οι εταιρείες αποτελούν τις πιο αντιπροσωπευτικές για το χώρο του γρήγορου φαγητού που λειτουργούν υπό του καθεστώσ του franchising, όπως και η Εταιρεία υπό εξέταση. Ο συντελεστής μικτών κερδών για την εταιρεία Goody's A.E είναι 47,5%, , για την εταιρεία Everest διαμορφώθηκε στο 45% ενώ για την εταιρεία Γρηγόρης Μικρογεύματα στο 65%, ποσοστά πολύ ικανοποιητικά για το

Κεφάλαιο 4: Μελέτη Αποτίμησης της Εταιρείας Αυλόγυρος

αντικείμενο δραστηριότητας των εταιρειών. Το σύνολο Ενεργητικού της εταιρείας Goody's A.E φθάνει στα 105.474.002 ευρώ και είναι σχεδόν τριπλάσιο από τα αντίστοιχα μεγέθη για τις εταιρείες Everest και Γρηγόρης Μικρογεύματα.

Στη συνέχεια, για την εφαρμογή της μεθόδου των Πολλαπλασίων Χρηματοοικονομικών Δεικτών της Αγοράς και εφόσον έχει επιλεγεί το προαναφερθέν δείγμα, πρέπει να καθοριστούν οι αντιπροσωπευτικοί δείκτες που θα χρησιμοποιηθούν στη μέθοδο.

Επιλογή Αντιπροσωπευτικών Δεικτών

Οι πολλαπλασιαστές (Multiples) που μπορούν να χρησιμοποιηθούν διακρίνονται σε πολλαπλασιαστές εσόδων κεφαλαιοποίησης, λογιστικής αξίας, κερδών και ειδικών για κάθε κλάδο ξεχωριστά. Για την αποτίμηση χρησιμοποιήθηκαν οι ακόλουθοι χρηματοοικονομικοί δείκτες:

α) Τιμή Εταιρείας / Πωλήσεις

Ο δείκτης «Τιμή Εταιρείας / Πωλήσεις» (Price / Sales) υπολογίστηκε για τα οικονομικά αποτελέσματα της χρήσης 2001, ενώ η Χρηματιστηριακή Αξία των εταιρειών λήφθηκε βάσει του σταθμισμένου μέσου όρου των τιμών με τον όγκο συναλλαγών για το χρονικό διάστημα από 1 Ιανουαρίου 2002 έως 1 Οκτωβρίου 2002. Οι τιμές των μετοχών, καθώς και τα οικονομικά στοιχεία των εταιρειών ελήφθησαν από βάσεις δεδομένων, οι οποίες τα αντλούν από τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις των Εταιρειών.

Κεφάλαιο 4: Μελέτη Αποτίμησης της Εταιρείας Αυλόγυρος

Στους Πίνακες 1, 2 και 3 του Παραρτήματος, παρουσιάζονται τα δεδομένα των χρηματιστηριακών τιμών για τις τρεις εταιρείες του δείγματος, όπως αυτές διαμορφώθηκαν σε κάθε ημερήσιο κλείσιμο του Χ.Α.Α, κατά το χρονικό διάστημα 2/1/2002 έως 2/9/2002. Η σταθμισμένη τιμή των μετοχών υπολογίσθηκε, όπως προαναφέρθηκε, βάσει του σταθμισμένου μέσου όρου των τιμών με τον όγκο συναλλαγών για το χρονικό διάστημα από 1 Ιανουαρίου 2002 έως 1 Οκτωβρίου 2002.

Στη συνέχεια, χρησιμοποιώντας το μέσο όρο των σταθμισμένων τιμών ανά μετοχή, των τριών εταιρειών του δείγματος, από τους Πίνακες 1, 2 και 3 του Παραρτήματος και σε συνδυασμό με τα δεδομένα των πωλήσεων και του αριθμού των μετοχών κάθε εταιρείας, τα οποία δίνονται από τον Πίνακα 4.12, καταρτίζεται ο Πίνακας 4.13 που παρουσιάζει το δείκτη Τιμής / Πωλήσεις για κάθε εταιρεία του δείγματος. Ο δείκτης αυτός υπολογίζεται ως ο λόγος της σταθμισμένης τιμής προς τις πωλήσεις.

Πίνακας 4.13

Αποτελέσματα Συγκριτικού δείγματος Εταιρειών (ποσά Πωλήσεων και Τιμή Μετοχής σε €)

Εταιρεία	Πωλήσεις 2001	Τιμή Μετοχής*	Αριθμός Μετοχών	Τιμή / Πωλήσεις
Everest	30.559.734	3,26	28.200.000	3,01
Goody's	112.842.030	13,32	16.280.501	1,92
Γρηγόρης Μικρογεύματα	26.815.892	9,20	11.310.870	3,88

** Η τιμή μετοχής του δείγματος υπολογίσθηκε με βάση το σταθμισμένο με τον όγκο συναλλαγών μέσο όρο κλεισίματος για το χρονικό διάστημα από 1/1/2002 έως 1/10/2002*

Από τον Πίνακα 4.13 διαφαίνεται ότι η εταιρεία Goody's έχει την υψηλότερη μέση τιμή μετοχής, που κυμαίνεται στα 13,32 ευρώ, σε σχέση με την εταιρεία Γρηγόρης Μικρογεύματα, με τιμή στα 9,2 ευρώ και τέλος σε σχέση με την

Κεφάλαιο 4: Μελέτη Αποτίμησης της Εταιρείας Αυλόγυρος

εταιρεία Everest, με τιμή μετοχής στα 3,26 ευρώ. Ωστόσο μετά τη διαδικασία στάθμισης των τιμών των μετοχών με βάση τον όγκο πωλήσεων, προκύπτει ότι η εταιρεία Goody's είναι η πιο «φθηνή» για τον όγκο πωλήσεων που πραγματοποιεί, με δείκτη Τιμής / Πωλήσεις στο 1,92, ενώ ακολουθεί η Everest με πολλαπλάσιο δείκτη Τιμής / Πωλήσεις στα 3,01 και η περίπου εφάμιλλη σε μέγεθος Γρηγόρης Μικρογεύματα με δείκτη 3,88.

β) Τιμή Εταιρείας / Ίδια Κεφάλαια

Ο δείκτης «Τιμή Εταιρείας / Ίδια Κεφάλαια» (Price / Book Value) βασίστηκε σε δημοσιευμένα αποτελέσματα για τον κλάδο εστίασης παγκοσμίως, αντλήθηκε από τη διεθνή βάση δεδομένων Thomson Financial και ανέρχεται σε 5,9.

Εφαρμογή Αντιπροσωπευτικών Δεικτών & Αποτελέσματα Αποτίμησης

Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες που υπολογίσθηκαν προηγουμένως πρέπει να εφαρμοσθούν στα μεγέθη της αποτιμώμενης εταιρείας ώστε να προκύψει το εύλογο εύρος αξιών σε κάθε περίπτωση. Η διαδικασία αυτή θα διενεργηθεί για τους δείκτες Τιμή Μετοχής της Εταιρείας / Πωλήσεις και Τιμή Μετοχής της Εταιρείας / Ίδια Κεφάλαια.

α) Τιμή Μετοχής της Εταιρείας / Πωλήσεις

Τα αποτελέσματα της εφαρμογής του δείκτη «Τιμή Μετοχής της Εταιρείας / Πωλήσεις» στα μεγέθη της Εταιρείας παρουσιάζονται στον Πίνακα 4.17. Η αξία που προέκυψε μειώθηκε κατά ποσοστό 10% λόγω έλλειψης εμπορευσιμότητας των μετοχών της αποτιμώμενης Εταιρείας σε σχέση με το συγκριτικό δείγμα.

Πίνακας 4.14

Αξία βάσει δείκτη «Τιμή Μετοχής της Εταιρείας / Πωλήσεις»

Food Supplies S.A.	(ποσά σε €)
Πωλήσεις 2001	1.796.433
M.O. Δείκτη Δείγματος	2,94
Αποτίμηση	5.277.407
Έκπτωση λόγω Έλλειψης Εμπορευσιμότητας	10%
Αξία 100% της Εταιρείας	4.749.666
Αξία 16,7% της Εταιρείας	793.194

Η τιμή των πωλήσεων της FOOD SUPPLIES στον Πίνακα 4.14 αντλήθηκε από τον Πίνακα 4.2 (κύκλος εργασιών της FOOD SUPPLIES για το 2001), ο μέσος όρος του δείκτη δείγματος είναι ο απλός αριθμητικός μέσος των αντίστοιχων δεικτών (Τιμή Μετοχής της εταιρείας / Πωλήσεις) των τριών εταιρειών του δείγματος που δίνονται στον Πίνακα 4.13 για κάθε εταιρεία, δηλαδή $(3,01+1,92+3,88)/3=2,94$. Η τιμή της αξίας αποτίμησης προκύπτει ως το γινόμενο του M. O. Δείκτη του Δείγματος με τις πωλήσεις της FOOD SUPPLIES για το 2001, από όπου προκύπτει ότι η αξία της Εταιρείας θα είναι 4.7469.666 ευρώ, ενώ το 16,7% αυτής θα είναι 793.194 ευρώ.

β) Τιμή Μετοχής της Εταιρείας / Ίδια Κεφάλαια

Τα αποτελέσματα της εφαρμογής του δείκτη «Τιμή Μετοχής της Εταιρείας / Ίδια Κεφάλαια» στα μεγέθη της Εταιρείας παρουσιάζονται στον παρακάτω Πίνακα 4.15. Στην αξία που προέκυψε, διενεργήθηκε, όπως και παραπάνω, έκπτωση σε ποσοστό 10% λόγω έλλειψης εμπορευσιμότητας των μετοχών της αποτιμώμενης εταιρείας σε σχέση με το συγκριτικό δείγμα.

Πίνακας 4.15

Αξία βάσει δείκτη «Τιμή Μετοχής της Εταιρείας / Ίδια Κεφάλαια»

Food Supplies S.A.	(ποσά σε €)
Ίδια Κεφάλαια 2001	1.241.074
Δείκτης Δείγματος**	5,90
Αποτίμηση	7.322.337
Έκπτωση λόγω Έλλειψης Εμπορευσιμότητας	10%
Αξία 100% της Εταιρείας	6.590.103
Αξία 16,7% της Εταιρείας	1.100.547

** Πηγή: Thomson Financial, Δείκτης Price / Book Value για τον κλάδο των εσπιατορίων, 5/11/2002

Η τιμή των Ίδιων Κεφαλαίων της FOOD SUPPLIES στον Πίνακα 4.15 αντλήθηκε από τον Πίνακα 4.1 (Ίδια Κεφάλαια της FOOD SUPPLIES για το 2001). Η τιμή της αξίας αποτίμησης προκύπτει ως το γινόμενο του δείκτη Τιμή Μετοχής της Εταιρείας / Ίδια Κεφάλαια του δείγματος με τα Ίδια Κεφάλαια της FOOD SUPPLIES για το 2001.

Σύνοψη Αποτελεσμάτων Συγκριτικής Αποτίμησης

Τα αποτελέσματα της συγκριτικής αποτίμησης συνοψίζονται στον πίνακα που ακολουθεί.

Πίνακας 4.16

Αποτελέσματα Συγκριτικής Αποτίμησης

Food Supplies S.A.	(ποσά σε €)
Αξία Βάσει Δείκτη Price / Sales (min)	793.194
Αξία Βάσει Δείκτη Price / Book Value (max)	1.100.547
Μέσος Όρος	946.871

Από την συγκριτική αποτίμηση της FOOD SUPPLIES S.A. προκύπτει ότι η αξία του 16,7% των μετοχών της εταιρείας βρίσκεται μεταξύ € 793 χιλιάδων περίπου και € 1.101 χιλιάδων περίπου, με μέση τιμή το ποσό των € 947 χιλιάδων περίπου.

4.7 ΣΥΝΟΨΗ - ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Από τον συγκερασμό των αποτελεσμάτων των μεθοδολογιών προεξόφλησης μελλοντικών ταμειακών ροών και συγκριτικής αποτίμησης βάσει πολλαπλάσιων χρηματοοικονομικών δεικτών, συμπεραίνουμε ότι η εύλογη, από χρηματοοικονομικής άποψης, αξία του 16,7% της Εταιρείας FOOD SUPPLIES S.A. κυμαίνεται μεταξύ € 1.145.981 και € 946.871, όπως προκύπτει από τη μεθοδολογία DCF και την μέθοδο των Πολλαπλασίων Χρηματοοικονομικών Δεικτών Αγοράς αντίστοιχα. Αξίζει να σημειωθεί ότι η μεθοδολογία DCF είναι η επικρατέστερη διεθνώς και υποστηρίζεται από το άνω όριο της μεθοδολογίας των πολλαπλάσιων χρηματοοικονομικών δεικτών της αγοράς.

Κεφάλαιο 4: Μελέτη Αποτίμησης της Εταιρείας Αυλόγυρος

Η αξία που προκύπτει από την παρούσα μελέτη αποτίμησης είναι εύλογη σε σχέση με την αγορά, στην οποία αναφέρεται αλλά πρέπει να επισημανθεί ότι σε διαφορετικές συνθήκες, είναι δυνατόν να προκύψουν διαφορετικά συμπεράσματα καθώς δεν είναι δυνατόν να συνεκτιμηθούν άλλοι, μη χρηματοοικονομικοί παράγοντες. Τέτοιου είδους παράγοντες μπορεί να είναι τα αποτελέσματα ελεύθερων διαπραγματεύσεων ή άλλοι «στρατηγικοί» λόγοι (π.χ. εξασφάλιση ηγετικού μεριδίου αγοράς σε αγορές «κλειδιά» κλπ), οι οποίοι σε περιπτώσεις εξαγορών κάποιας εταιρείας ενδεχομένως να οδηγήσουν σε τιμή συναλλαγής εκτός του εύρους ευλόγων αξιών που προκύπτει από τη μελέτη.

Εκτός βέβαια από παράγοντες του εξωτερικού περιβάλλοντος, οι οποίοι είναι πιθανό να οδηγήσουν σε διαφορετικά αποτελέσματα, σημαντικό ρόλο έχουν και οι παραδοχές που έγιναν για τη λειτουργία της Εταιρείας στο προβλεπόμενο χρονικό διάστημα της μελέτης. Αρκετά στοιχεία βασίστηκαν σε υποθέσεις οι οποίες έγιναν αναγκαστικά, ελλείψει άλλης πληροφόρησης. Συνάμα, η επιλογή ενδεχομένως ενός διαφορετικού δείγματος εταιρειών για την εφαρμογή της μεθόδου των πολλαπλασίων χρηματοοικονομικών δεικτών της αγοράς, θα μπορούσε να οδηγήσει σε μια διαφορετική τελική αξία της Εταιρείας.

Με δεδομένο επομένως το γεγονός ότι οι παραδοχές και οι υποθέσεις που έγιναν μπορούν να πλησιάσουν την πραγματικότητα για τη λειτουργία της Εταιρείας κατά το χρονικό διάστημα πρόβλεψης, καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι η αξία της Εταιρείας θα πλησιάζει εκείνη που προκύπτει από τη μέθοδο DCF, η οποία θεωρείται και η πιο έγκυρη. Το γεγονός ότι η αξία που προκύπτει με τη μέθοδο DCF είναι υψηλότερη εκείνης που προκύπτει

Κεφάλαιο 4: Μελέτη Αποτίμησης της Εταιρείας Αυλόγυρος

από τη μέθοδο των πολλαπλασιαστών, είναι αναμενόμενο και ενισχύει την ορθότητα των συμπερασμάτων που εξήχθησαν.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Πίνακας 1

**Τιμές μετοχών για την εταιρεία «EVEREST» κατά το χρονικό διάστημα
2/1/2002 έως 2/9/2002**

Ημερομηνία	Κλείσιμο	Όγκος	Σταθμισμένη Τιμή	Ημερομηνία	Κλείσιμο	Όγκος	Σταθμισμένη Τιμή
2/1/2002	3,02	23.310,00	0,01	23/5/2002	3,36	44.314,00	0,02
3/1/2002	2,97	21.842,00	0,01	24/5/2002	3,34	18.004,00	0,01
4/1/2002	3,02	32.043,00	0,01	27/5/2002	3,32	39.214,00	0,02
7/1/2002	3,04	11.360,00	0,00	28/5/2002	3,3	30.020,00	0,01
8/1/2002	3,08	42.348,00	0,02	29/5/2002	3,3	27.138,00	0,01
9/1/2002	3,10	14.884,00	0,01	30/5/2002	3,3	16.678,00	0,01
10/1/2002	3,10	16.280,00	0,01	31/5/2002	3,32	48.290,00	0,02
11/1/2002	3,00	18.758,00	0,01	3/6/2002	3,34	31.180,00	0,01
14/1/2002	2,97	9.030,00	0,00	4/6/2002	3,34	15.488,00	0,01
15/1/2002	2,97	7.536,00	0,00	5/6/2002	3,36	11.290,00	0,00
16/1/2002	2,99	9.110,00	0,00	6/6/2002	3,36	22.326,00	0,01
17/1/2002	3,10	18.968,00	0,01	7/6/2002	3,36	8.040,00	0,00
18/1/2002	3,08	6.590,00	0,00	10/6/2002	3,34	5.358,00	0,00
21/1/2002	3,04	48.636,00	0,02	11/6/2002	3,36	21.257,00	0,01
22/1/2002	3,22	109.368,00	0,04	12/6/2002	3,36	9.508,00	0,00
23/1/2002	3,20	67.850,00	0,03	13/6/2002	3,36	19.665,00	0,01
24/1/2002	3,16	34.128,00	0,01	14/6/2002	3,34	19.288,00	0,01
25/1/2002	3,26	57.448,00	0,02	17/6/2002	3,36	13.350,00	0,01
28/1/2002	3,26	83.948,00	0,03	18/6/2002	3,34	5.498,00	0,00
29/1/2002	3,36	162.280,00	0,07	19/6/2002	3,36	12.020,00	0,01
30/1/2002	3,32	23.716,00	0,01	20/6/2002	3,36	29.410,00	0,01
31/1/2002	3,36	75.058,00	0,03	21/6/2002	3,32	8.242,00	0,00
1/2/2002	3,28	19.198,00	0,01	25/6/2002	3,34	24.520,00	0,01
4/2/2002	3,18	50.060,00	0,02	26/6/2002	3,34	315.640,00	0,13
5/2/2002	3,18	13.198,00	0,01	27/6/2002	3,32	50.928,00	0,02
6/2/2002	3,20	13.972,00	0,01	28/6/2002	3,36	21.950,00	0,01
7/2/2002	3,20	4.130,00	0,00	1/7/2002	3,34	67.440,00	0,03
8/2/2002	3,24	20.630,00	0,01	2/7/2002	3,34	2.508,00	0,00
11/2/2002	3,22	19.690,00	0,01	3/7/2002	3,22	19.396,00	0,01
12/2/2002	3,22	1.566,00	0,00	4/7/2002	3,2	12.188,00	0,00
13/2/2002	3,22	14.688,00	0,01	5/7/2002	3,28	15.968,00	0,01
14/2/2002	3,24	9.462,00	0,00	8/7/2002	3,36	9.176,00	0,00
15/2/2002	3,20	15.470,00	0,01	9/7/2002	3,38	125.480,00	0,05
18/2/2002	3,28	28.320,00	0,01	10/7/2002	3,42	75.890,00	0,03
19/2/2002	3,24	57.096,00	0,02	11/7/2002	3,4	77.140,00	0,03
20/2/2002	3,18	17.588,00	0,01	12/7/2002	3,38	68.590,00	0,03
21/2/2002	3,22	6.508,00	0,00	15/7/2002	3,38	7.236,00	0,00
22/2/2002	3,20	72.784,00	0,03	16/7/2002	3,38	9.946,00	0,00
25/2/2002	3,20	3.820,00	0,00	17/7/2002	3,38	71.032,00	0,03
26/2/2002	3,18	47.123,00	0,02	18/7/2002	3,38	2.884,00	0,00
27/2/2002	3,22	3.637,00	0,00	19/7/2002	3,36	5.308,00	0,00
28/2/2002	3,26	57.122,00	0,02	22/7/2002	3,32	12.000,00	0,01
1/3/2002	3,32	74.428,00	0,03	23/7/2002	3,44	65.232,00	0,03
4/3/2002	3,38	85.960,00	0,04	24/7/2002	3,36	76.188,00	0,03
5/3/2002	3,46	236.028,00	0,10	25/7/2002	3,36	66.100,00	0,03
6/3/2002	3,46	107.456,00	0,05	26/7/2002	3,34	1.610,00	0,00
7/3/2002	3,48	32.560,00	0,01	29/7/2002	3,36	5.154,00	0,00

Κεφάλαιο 4: Μελέτη Αποτίμησης της Εταιρείας Αυλόγυρος

8/3/2002	3,56	65.190,00	0,03	30/7/2002	3,36	6.408,00	0,00
11/3/2002	3,56	71.846,00	0,03	31/7/2002	3,32	5.040,00	0,00
12/3/2002	3,58	133.424,00	0,06	1/8/2002	3,24	3.300,00	0,00
13/3/2002	3,54	70.770,00	0,03	2/8/2002	3,36	10.302,00	0,00
14/3/2002	3,52	36.380,00	0,02	5/8/2002	3,34	10.392,00	0,00
15/3/2002	3,48	20.454,00	0,01	6/8/2002	3,34	308.188,00	0,13
19/3/2002	3,48	8.560,00	0,00	7/8/2002	3,26	300.118,00	0,12
20/3/2002	3,42	11.846,00	0,01	8/8/2002	3,14	76.690,00	0,03
21/3/2002	3,40	13.848,00	0,01	9/8/2002	2,99	72.510,00	0,03
22/3/2002	3,46	37.076,00	0,02	12/8/2002	2,85	131.666,00	0,05
26/3/2002	3,46	19.556,00	0,01	13/8/2002	2,85	29.148,00	0,01
27/3/2002	3,38	21.370,00	0,01	14/8/2002	2,96	29.806,00	0,01
28/3/2002	3,44	85.230,00	0,04	16/8/2002	2,97	33.270,00	0,01
2/4/2002	3,40	26.004,00	0,01	19/8/2002	2,95	9.530,00	0,00
3/4/2002	3,36	14.664,00	0,01	20/8/2002	3,06	69.110,00	0,03
4/4/2002	3,36	6.518,00	0,00	21/8/2002	3,06	21.940,00	0,01
5/4/2002	3,40	16.158,00	0,01	22/8/2002	2,97	17.062,00	0,01
8/4/2002	3,38	19.362,00	0,01	23/8/2002	3,02	8.890,00	0,00
9/4/2002	3,42	90.448,00	0,04	26/8/2002	2,98	5.780,00	0,00
10/4/2002	3,42	66.962,00	0,03	27/8/2002	2,98	3.268,00	0,00
11/4/2002	3,36	10.480,00	0,00	28/8/2002	2,9	142.946,00	0,05
12/4/2002	3,40	77.358,00	0,03	29/8/2002	2,93	71.918,00	0,03
15/4/2002	3,40	6.090,00	0,00	30/8/2002	2,94	456,00	0,00
16/4/2002	3,38	2.244,00	0,00	2/9/2002	2,99	9.036,00	0,00
17/4/2002	3,46	86.000,00	0,04	3/9/2002	2,96	2.390,00	0,00
18/4/2002	3,40	108.969,00	0,05	4/9/2002	2,92	8.148,00	0,00
19/4/2002	3,44	78.087,00	0,03	5/9/2002	2,92	21.350,00	0,01
22/4/2002	3,54	50.116,00	0,02	6/9/2002	2,82	33.590,00	0,01
23/4/2002	3,54	95.770,00	0,04	9/9/2002	2,75	16.620,00	0,01
24/4/2002	3,50	13.060,00	0,01	10/9/2002	2,75	10.366,00	0,00
25/4/2002	3,48	16.632,00	0,01	11/9/2002	2,78	40.592,00	0,01
26/4/2002	3,52	28.309,00	0,01	12/9/2002	2,73	23.340,00	0,01
29/4/2002	3,50	11.174,00	0,00	13/9/2002	2,65	18.376,00	0,01
30/4/2002	3,50	9.260,00	0,00	16/9/2002	2,55	15.530,00	0,01
2/5/2002	3,60	22.549,00	0,01	17/9/2002	2,68	26.456,00	0,01
8/5/2002	3,58	64.168,00	0,03	18/9/2002	2,6	244.190,00	0,08
9/5/2002	3,58	46.903,00	0,02	19/9/2002	2,54	36.466,00	0,01
10/5/2002	3,58	35.771,00	0,02	20/9/2002	2,52	18.580,00	0,01
13/5/2002	3,58	11.116,00	0,01	23/9/2002	2,48	22.916,00	0,01
14/5/2002	3,50	405.310,00	0,18	24/9/2002	2,43	28.250,00	0,01
15/5/2002	3,46	17.318,00	0,01	25/9/2002	2,46	46.679,00	0,01
16/5/2002	3,40	26.150,00	0,01	26/9/2002	2,58	26.118,00	0,01
17/5/2002	3,38	36.342,00	0,02	27/9/2002	2,56	20.074,00	0,01
20/5/2002	3,38	41.134,00	0,02	30/9/2002	2,55	38.048,00	0,01
21/5/2002	3,38	23.196,00	0,01				
22/5/2002	3,32	23.290,00	0,01	Μέσος Όρος	3,23	7.829.382,00	3,26

Κεφάλαιο 4: Μελέτη Αποτίμησης της Εταιρείας Αυλόγυρος

Πίνακας Παραρτήματος 2

**Τιμές μετοχών για την εταιρεία «GOODY'S» κατά το χρονικό διάστημα
2/1/2002 έως 2/9/2002**

Ημερομηνία	Κλείσιμο	Όγκος	Σταθμισμένη Τιμή	Ημερομηνία	Κλείσιμο	Όγκος	Σταθμισμένη Τιμή
2/1/2002	16,00	622,00	0,03	23/5/2002	13,48	2.198,00	0,08
3/1/2002	15,70	46,00	0,00	24/5/2002	13,26	2.178,00	0,08
4/1/2002	15,70	70,00	0,00	27/5/2002	13,4	2.150,00	0,08
7/1/2002	15,50	244,00	0,01	28/5/2002	13,1	105,00	0,00
8/1/2002	15,12	990,00	0,04	29/5/2002	13,42	2.614,00	0,10
9/1/2002	15,48	1.192,00	0,05	30/5/2002	13,56	1.740,00	0,06
10/1/2002	15,18	385,00	0,02	31/5/2002	13,68	1.540,00	0,06
11/1/2002	15,10	1.089,00	0,04	3/6/2002	13,56	490,00	0,02
14/1/2002	15,10	305,00	0,01	4/6/2002	13,5	879,00	0,03
15/1/2002	15,08	2.118,00	0,09	5/6/2002	13,8	970,00	0,04
16/1/2002	15,00	10.585,00	0,43	6/6/2002			0,00
17/1/2002	15,00	1.300,00	0,05	7/6/2002	13,76	600,00	0,02
18/1/2002	14,94	6.817,00	0,28	10/6/2002	13,84	500,00	0,02
21/1/2002	15,02	1.320,00	0,05	11/6/2002	13,72	575,00	0,02
22/1/2002	14,64	4.852,00	0,19	12/6/2002			0,00
23/1/2002	14,60	1.130,00	0,04	13/6/2002			0,00
24/1/2002	14,78	710,00	0,03	14/6/2002	13,66	878,00	0,03
25/1/2002	14,78	1.400,00	0,06	17/6/2002	13,7	1.290,00	0,05
28/1/2002	14,74	884,00	0,04	18/6/2002	13,7	700,00	0,03
29/1/2002	14,56	1.467,00	0,06	19/6/2002	13,68	1.410,00	0,05
30/1/2002	14,60	1.140,00	0,05	20/6/2002	13,6	310,00	0,01
31/1/2002	14,48	1.320,00	0,05	21/6/2002	13,4	4.402,00	0,16
1/2/2002	14,34	1.790,00	0,07	25/6/2002	12,92	300,00	0,01
4/2/2002	14,16	3.503,00	0,14	26/6/2002	13,16	1.640,00	0,06
5/2/2002	14,06	810,00	0,03	27/6/2002	13,18	500,00	0,02
6/2/2002	13,90	1.770,00	0,07	28/6/2002	13,38	1.240,00	0,05
7/2/2002	14,28	973,00	0,04	1/7/2002	13	209,00	0,01
8/2/2002	14,28	994,00	0,04	2/7/2002			0,00
11/2/2002	13,76	780,00	0,03	3/7/2002	12,7	220,00	0,01
12/2/2002	14,24	1.460,00	0,06	4/7/2002	12,7	3.504,00	0,12
13/2/2002	14,24	20,00	0,00	5/7/2002	12,7		0,00
14/2/2002	14,16	295,00	0,01	8/7/2002	12,1	1.120,00	0,04
15/2/2002	13,98	910,00	0,03	9/7/2002	11,84	3.304,00	0,11
18/2/2002	13,64	381,00	0,01	10/7/2002	11,7	893,00	0,03
19/2/2002	13,64	1.722,00	0,06	11/7/2002	12,76	6.614,00	0,23
20/2/2002	13,64	875,00	0,03	12/7/2002	12,76	2.100,00	0,07
21/2/2002			0,00	15/7/2002	12,8	1.140,00	0,04
22/2/2002	13,36	1.374,00	0,05	16/7/2002	12,64	570,00	0,02
25/2/2002	13,14	2.333,00	0,08	17/7/2002	12,48	760,00	0,03
26/2/2002	13,28	200,00	0,01	18/7/2002	12,4	350,00	0,01
27/2/2002	13,52	6.439,00	0,24	19/7/2002	12,44	191,00	0,01
28/2/2002	13,68	2.220,00	0,08	22/7/2002			0,00
1/3/2002	13,86	1.415,00	0,05	23/7/2002	12,56	2.060,00	0,07
4/3/2002	14,18	4.279,00	0,17	24/7/2002	12,5	1.500,00	0,05
5/3/2002	14,12	642,00	0,02	25/7/2002	12,5	9,00	0,00
6/3/2002	14,30	1.960,00	0,08	26/7/2002	12,34	1.220,00	0,04
7/3/2002	15,02	3.590,00	0,15	29/7/2002	12,22	1.454,00	0,05

Κεφάλαιο 4: Μελέτη Αποτίμησης της Εταιρείας Αυλόγυρος

8/3/2002	15,22	2.668,00	0,11	30/7/2002	12,28	4.676,00	0,16
11/3/2002	15,30	2.872,00	0,12	31/7/2002	12,32	3.031,00	0,10
12/3/2002	15,18	1.290,00	0,05	1/8/2002	12,1	28,00	0,00
13/3/2002	15,14	2.130,00	0,09	2/8/2002	12,06	294,00	0,01
14/3/2002	15,10	373,00	0,02	5/8/2002	12,26	1.224,00	0,04
15/3/2002	15,06	2.110,00	0,09	6/8/2002	12,38	778,00	0,03
19/3/2002	15,14	3.088,00	0,13	7/8/2002	12,36	930,00	0,03
20/3/2002	15,12	90,00	0,00	8/8/2002	12,24	400,00	0,01
21/3/2002	15,02	2.403,00	0,10	9/8/2002	12,36	1.248,00	0,04
22/3/2002	15,16	1.212,00	0,05	12/8/2002	12,4	318,00	0,01
26/3/2002	15,08	1.440,00	0,06	13/8/2002	12,44	620,00	0,02
27/3/2002	15,08	4,00	0,00	14/8/2002			0,00
28/3/2002	14,98	2.260,00	0,09	16/8/2002	12,6	880,00	0,03
2/4/2002	14,86	858,00	0,03	19/8/2002	12,82	152,00	0,01
3/4/2002	14,76	388,00	0,02	20/8/2002	13	310,00	0,01
4/4/2002	14,20	780,00	0,03	21/8/2002	12,98	82,00	0,00
5/4/2002	14,00	470,00	0,02	22/8/2002	12,96	1.490,00	0,05
8/4/2002	13,90	350,00	0,01	23/8/2002	13,02	570,00	0,02
9/4/2002	13,96	270,00	0,01	26/8/2002	12,42	204,00	0,01
10/4/2002	13,78	250,00	0,01	27/8/2002	12,96	910,00	0,03
11/4/2002	13,62	297,00	0,01	28/8/2002			0,00
12/4/2002	13,68	420,00	0,02	29/8/2002	12,9	970,00	0,03
15/4/2002	13,68	2,00	0,00	30/8/2002	12,9	2.922,00	0,10
16/4/2002	13,44	560,00	0,02	2/9/2002	12,9	370,00	0,01
17/4/2002	13,58	640,00	0,02	3/9/2002	12,84	2.200,00	0,08
18/4/2002	13,48	350,00	0,01	4/9/2002	12,72	770,00	0,03
19/4/2002	13,40	320,00	0,01	5/9/2002	12,74	2.800,00	0,10
22/4/2002	13,40	679,00	0,02	6/9/2002	12,76	1.530,00	0,05
23/4/2002	13,38	511,00	0,02	9/9/2002	12,74	7.000,00	0,24
24/4/2002	13,42	369,00	0,01	10/9/2002			0,00
25/4/2002	13,08	207,00	0,01	11/9/2002	12,64	109.539,00	3,77
26/4/2002	13,04	4.520,00	0,16	12/9/2002	12,48	1.060,00	0,04
29/4/2002	13,02	7.528,00	0,27	13/9/2002	12,58	3.500,00	0,12
30/4/2002	12,96	3.820,00	0,13	16/9/2002	12,7	600,00	0,02
2/5/2002	12,94	60,00	0,00	17/9/2002	12,82	90,00	0,00
8/5/2002	13,28	1.960,00	0,07	18/9/2002	12,74	2.480,00	0,09
9/5/2002	13,44	4.770,00	0,17	19/9/2002	12,66	3.185,00	0,11
10/5/2002	13,28	1.800,00	0,07	20/9/2002	12,6	40,00	0,00
13/5/2002	13,48	756,00	0,03	23/9/2002	12,68	1.330,00	0,05
14/5/2002	13,48	24,00	0,00	24/9/2002	12,7	5.340,00	0,18
15/5/2002	13,50	2.280,00	0,08	25/9/2002	12,84	3.610,00	0,13
16/5/2002	13,52	110,00	0,00	26/9/2002	12,84	5,00	0,00
17/5/2002	13,58	1.224,00	0,05	27/9/2002	12,84	1.070,00	0,04
20/5/2002	13,78	330,00	0,01	30/9/2002	12,82	1.900,00	0,07
21/5/2002	13,78	738,00	0,03				
22/5/2002	13,78	1,00	0,00				
				Μέσος Όρος	13,58	367.186,00	13,32

Κεφάλαιο 4: Μελέτη Αποτίμησης της Εταιρείας Αυλόγυρος

Πίνακας Παραρτήματος 3

Τιμές μετοχών για την εταιρεία «ΓΡΗΓΟΡΗΣ ΜΙΚΡΟΓΕΥΜΑΤΑ» κατά το χρονικό διάστημα 2/1/2002 έως 2/9/2002

Ημερομηνία	Κλείσιμο	Όγκος	Σταθμισμένη Τιμή	Ημερομηνία	Κλείσιμο	Όγκος	Σταθμισμένη Τιμή
2/1/2002	10,20	28.155,00	0,05	23/5/2002	9,19	20.355,00	0,03
3/1/2002	10,12	11.850,00	0,02	24/5/2002	9,12	57.900,00	0,10
4/1/2002	10,01	14.835,00	0,03	27/5/2002	8,63	27.450,00	0,04
7/1/2002	9,84	6.675,00	0,01	28/5/2002	9,04	918.031,00	1,50
8/1/2002	9,59	15.735,00	0,03	29/5/2002	9,29	82.995,00	0,14
9/1/2002	9,55	8.760,00	0,02	30/5/2002	9,23	22.020,00	0,04
10/1/2002	9,52	6.855,00	0,01	31/5/2002	9,25	26.235,00	0,04
11/1/2002	9,52	9.855,00	0,02	3/6/2002	9,01	13.950,00	0,02
14/1/2002	9,40	7.425,00	0,01	4/6/2002	8,79	14.280,00	0,02
15/1/2002	9,41	9.465,00	0,02	5/6/2002	8,92	10.185,00	0,02
16/1/2002	9,36	8.715,00	0,01	6/6/2002	9,01	6.000,00	0,01
17/1/2002	9,65	24.945,00	0,04	7/6/2002	8,99	6.885,00	0,01
18/1/2002	9,68	8.550,00	0,01	10/6/2002	9,05	3.930,00	0,01
21/1/2002	9,71	7.530,00	0,01	11/6/2002	9,01	7.230,00	0,01
22/1/2002	9,85	11.925,00	0,02	12/6/2002	8,97	7.080,00	0,01
23/1/2002	9,85	284.385,00	0,51	13/6/2002	8,99	6.540,00	0,01
24/1/2002	9,97	151.307,00	0,27	14/6/2002	8,96	10.125,00	0,02
25/1/2002	10,03	13.650,00	0,02	17/6/2002	9	10.890,00	0,02
28/1/2002	10,11	10.815,00	0,02	18/6/2002	9,01	8.685,00	0,01
29/1/2002	10,11	11.400,00	0,02	19/6/2002	8,97	14.070,00	0,02
30/1/2002	10,17	8.235,00	0,02	20/6/2002	9,03	6.930,00	0,01
31/1/2002	10,25	16.635,00	0,03	21/6/2002	9,04	26.340,00	0,04
1/2/2002	10,23	132.585,00	0,24	25/6/2002	9,07	15.135,00	0,02
4/2/2002	10,16	31.275,00	0,06	26/6/2002	9,03	5.715,00	0,01
5/2/2002	10,15	10.230,00	0,02	27/6/2002	9,04	9.615,00	0,02
6/2/2002	10,12	6.630,00	0,01	28/6/2002	9,13	21.840,00	0,04
7/2/2002	10,07	66.060,00	0,12	1/7/2002	9,11	6.570,00	0,01
8/2/2002	9,45	610.987,00	1,04	2/7/2002	9,08	12.240,00	0,02
11/2/2002	9,29	20.256,00	0,03	3/7/2002	9,04	34.920,00	0,06
12/2/2002	9,27	14.355,00	0,02	4/7/2002	9,11	12.045,00	0,02
13/2/2002	9,25	7.290,00	0,01	5/7/2002	9,12	5.940,00	0,01
14/2/2002	9,65	316.605,00	0,55	8/7/2002	9,09	4.710,00	0,01
15/2/2002	9,60	35.865,00	0,06	9/7/2002	9,11	7.035,00	0,01
18/2/2002	9,59	9.495,00	0,02	10/7/2002	9,07	6.255,00	0,01
19/2/2002	9,49	8.535,00	0,01	11/7/2002	9,07	7.995,00	0,01
20/2/2002	9,41	43.950,00	0,07	12/7/2002	9,08	9.570,00	0,02
21/2/2002	9,40	16.800,00	0,03	15/7/2002	9,07	6.165,00	0,01
22/2/2002	9,36	22.875,00	0,04	16/7/2002	9,04	5.730,00	0,01
25/2/2002	9,36	15.795,00	0,03	17/7/2002	9,04	54.240,00	0,09
26/2/2002	9,39	22.274,00	0,04	18/7/2002	9,05	6.195,00	0,01
27/2/2002	9,41	7.650,00	0,01	19/7/2002	8,99	43.065,00	0,07
28/2/2002	9,44	6.315,00	0,01	22/7/2002	8,92	7.200,00	0,01
1/3/2002	9,51	16.515,00	0,03	23/7/2002	8,77	9.630,00	0,02
4/3/2002	9,67	28.500,00	0,05	24/7/2002	8,72	7.935,00	0,01
5/3/2002	9,71	27.420,00	0,05	25/7/2002	8,81	11.175,00	0,02
6/3/2002	9,69	15.735,00	0,03	26/7/2002	8,68	12.405,00	0,02

Κεφάλαιο 4: Μελέτη Αποτίμησης της Εταιρείας Αυλόγυρος

7/3/2002	9,76	19.035,00	0,03	29/7/2002	8,77	38.955,00	0,06
8/3/2002	9,77	14.670,00	0,03	30/7/2002	8,83	13.710,00	0,02
11/3/2002	9,76	6.855,00	0,01	31/7/2002	8,84	35.445,00	0,06
12/3/2002	9,77	278.748,00	0,49	1/8/2002	8,83	36.765,00	0,06
13/3/2002	9,77	7.920,00	0,01	2/8/2002	8,8	7.635,00	0,01
14/3/2002	9,79	16.185,00	0,03	5/8/2002	8,77	5.940,00	0,01
15/3/2002	9,77	6.705,00	0,01	6/8/2002	8,8	8.490,00	0,01
19/3/2002	9,76	7.326,00	0,01	7/8/2002	8,87	17.055,00	0,03
20/3/2002	9,69	8.580,00	0,01	8/8/2002	8,88	7.335,00	0,01
21/3/2002	9,64	6.945,00	0,01	9/8/2002	8,88	20.805,00	0,03
22/3/2002	9,43	12.540,00	0,02	12/8/2002	8,88	20.085,00	0,03
26/3/2002	9,37	5.490,00	0,01	13/8/2002	8,87	7.635,00	0,01
27/3/2002	9,32	7.035,00	0,01	14/8/2002	8,99	31.080,00	0,05
28/3/2002	9,36	10.365,00	0,02	16/8/2002	9	24.045,00	0,04
2/4/2002	9,29	6.900,00	0,01	19/8/2002	9	5.475,00	0,01
3/4/2002	9,24	12.090,00	0,02	20/8/2002	8,99	7.170,00	0,01
4/4/2002	9,29	15.060,00	0,03	21/8/2002	8,99	5.355,00	0,01
5/4/2002	9,21	10.350,00	0,02	22/8/2002	8,96	6.000,00	0,01
8/4/2002	9,15	6.885,00	0,01	23/8/2002	8,92	9.255,00	0,01
9/4/2002	9,17	10.380,00	0,02	26/8/2002	8,89	5.280,00	0,01
10/4/2002	9,12	9.255,00	0,02	27/8/2002	8,92	9.570,00	0,02
11/4/2002	9,13	9.435,00	0,02	28/8/2002	8,83	34.065,00	0,05
12/4/2002	9,13	7.470,00	0,01	29/8/2002	8,83	24.990,00	0,04
15/4/2002	9,07	14.010,00	0,02	30/8/2002	8,88	26.145,00	0,04
16/4/2002	9,07	7.710,00	0,01	2/9/2002	8,92	6.230,00	0,01
17/4/2002	9,27	15.345,00	0,03	3/9/2002	8,74	6.700,00	0,01
18/4/2002	9,27	10.665,00	0,02	4/9/2002	8,64	7.000,00	0,01
19/4/2002	9,27	15.045,00	0,03	5/9/2002	8,24	12.530,00	0,02
22/4/2002	9,25	6.885,00	0,01	6/9/2002	8	6.891,00	0,01
23/4/2002	9,23	9.510,00	0,02	9/9/2002	7,78	4.295,00	0,01
24/4/2002	9,37	15.315,00	0,03	10/9/2002	7,62	3.870,00	0,01
25/4/2002	9,41	8.280,00	0,01	11/9/2002	7,74	9.960,00	0,01
26/4/2002	9,43	9.420,00	0,02	12/9/2002	7,62	11.090,00	0,02
29/4/2002	9,39	9.360,00	0,02	13/9/2002	7,34	21.130,00	0,03
30/4/2002	9,32	13.770,00	0,02	16/9/2002	7,06	8.510,00	0,01
2/5/2002	9,36	17.235,00	0,03	17/9/2002	6,98	9.800,00	0,01
8/5/2002	9,44	12.225,00	0,02	18/9/2002	6,92	10.660,00	0,01
9/5/2002	9,40	9.420,00	0,02	19/9/2002	6,92	8.940,00	0,01
10/5/2002	9,40	10.425,00	0,02	20/9/2002	6,92	9.090,00	0,01
13/5/2002	9,40	13.620,00	0,02	23/9/2002	6,88	40.415,00	0,05
14/5/2002	9,40	9.540,00	0,02	24/9/2002	6,62	38.750,00	0,05
15/5/2002	9,36	8.970,00	0,02	25/9/2002	6,66	39.434,00	0,05
16/5/2002	9,33	7.845,00	0,01	26/9/2002	6,56	32.970,00	0,04
17/5/2002	9,35	24.690,00	0,04	27/9/2002	6,46	5.190,00	0,01
20/5/2002	9,23	168.945,00	0,28	30/9/2002	6,32	85.541,00	0,10
21/5/2002	9,20	6.045,00	0,01				
22/5/2002	9,17	7.395,00	0,01				
				Μέσος Όρος	9,06	5.545.950,00	9,20

ΠΗΓΕΣ

Ø ICAP

Ø Βάσεις δεδομένων της συμβουλευτικής εταιρείας Ernst & Young

BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Ø Patrick A. Gaughan, “Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings”, John Wiley and Sons, 1999.
- Ø Chan, SuHan, John S. Kensinger, Arthur Keown, and John Martin, “Do Strategic Alliances Create Value”, Journal of Financial Economics 46, no. 2, November 1997.
- Ø Michael Bradley, Anand Desai, and E. Han Kim, “Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and their Division between the Stock holders of Target and Acquiring Firms.”, Journal of Financial economics, no.21, 1988.
- Ø Agrawal A., J. F. Jaffe and G.N.Mandelker, “The Post Merger Performance of Acquiring Firms:A Reexamination of an Anomaly.” Journal of Finance 47, no.4, September 1992.
- Ø Roll, Richard, “The hubris Hypothesis of Corporate takeovers.”, Journal of Business 59, no.2, April 1986.
- Ø Pratt, Reilly, “Valuing a business”, Schweihls, 1996.
- Ø Zvi Bodie & Robert C. Merton, “Finance”, Prentice Hall, 1999.
- Ø Pablo Fernández, “Valuing Companies By Cash Flow Discounting: Ten Methods and Nine Theories”, IESE Research Papers D/451, IESE Business School.
- Ø Bodie, Kane, Marcus, “Investments”, Mac Graw Hill, Irwin, 2004.
- Ø Damodaran A, “Investment Valuation”, Wiley Frontiers, 1996.
- Ø Damodaran A, “The Dark Side of Valuation”, Prentice Hall, 2001.

- Ø Copeland, Tim, Tim Coller, and Jack Murrin, "Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies", John Wiley 7 Sons, 1990.
- Ø Gordon, Myron, "The Investment, Financing and Valuation of the Modern Corporation", Richard D. Irwin, 1962.
- Ø Malatesta, Paul H., "The Wealth Effect of Merger Activity and the Objective Functions of Merging Firms", Journal of Financial Economics 11, no. 1-4, 1983.
- Ø Θωμαδάκης, Ξανθάκης, "Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου ", Εκδόσεις Αντ. Ν. Σάκκουλα, 1990.