

**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ  
ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ  
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ  
ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (MBA)**



**Διπλωματική εργασία**

**ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΙΚΗ  
ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ**

**Γεώργιος Καπετάνιος**

**Πειραιάς, 2016**

Περιεχόμενα

Περίληψη

Ευχαριστίες

Κατάσταση Πινάκων

Κατάσταση Διαγραμμάτων

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ – ΒΑΣΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ**

1.1	Εισαγωγή.....	Σελ 1
1.2	Αντικειμενικοί Σκοποί.....	Σελ 3
1.3	Ορισμός της Αποτίμησης και Πεδία Εφαρμογής αποτίμησης εταιρειών...	Σελ 4
1.4	Λόγοι αποτυχίας Συγχωνυσεων και εξαγορών .....	Σελ 6
1.5	Στάδια για την επιτυχία μιας Εξαγοράς – Συγχώνευσης.....	Σελ 7

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 - ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ - ΜΟΝΤΕΛΑ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΤΑΜΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ**

2.1.	Εισαγωγή .....	Σελ 9
2.2.	Προεξόφληση Μερισμάτων .....	Σελ 10
2.3.	Gordon Growth Model .....	Σελ 14
2.4.	Κόστος Καθαρής Θέσης .....	Σελ 16
2.5.	Υπολογισμός του ρυθμού ανάπτυξης g .....	Σελ 21
2.6.	Προεξόφληση Ελεύθερων Ταμιακών Ροών Στην Εταιρία ( Discounted Free Cash Flow To Firm)-Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (WACC) .....	Σελ 23
2.7.	Προεξόφληση Ελεύθερων Ταμιακών Ροών Στον Μέτοχο ( Discounted Free Cash Flow To Equity) .....	Σελ 27
2.8.	Προεξόφληση Ταμιακών Ροών Αναπροσαρμοσμένης Παρούσας Αξίας ( Adjusted Present Value) .....	Σελ 30
2.9	Market value added (Προστιθέμενη Αξία της Αγοράς) .....	Σελ 32
2.11	Υπολειμματικά Έσοδα (Residual income) . .....	Σελ 34
2.12	Σημαντικότεροι Πολλαπλασιαστές Αποτίμησης Επιχειρήσεων .....	Σελ 36
2.12.1	Δείκτης Τιμής/Κέρδη (Price-to-Earnings per Share Multiple - P/E).....	Σελ 36

2.12.1.2 Δείκτης Τιμής / Κέρδη προς Ρυθμό Ανάπτυξης (Price-to-Earnings per Share Growth Multiple - PEG).....	Σελ 36
2.13 Μέθοδοι που βασίζονται σε Λογιστικά Δεδομένα.....	Σελ 38
2.13.1 Book Value (Λογιστική αξία) .....	Σελ 38
2.13.2 Adjusted Book Value (Αναπροσαρμοσμένη Λογιστική Αξία) .....	Σελ 39
2.13.3 Liquidation Value (Αξία Ρευστοποίησης).....	Σελ 39
2.14 Μέθοδος Υπολειματικού κόστους αντικατάστασης & συγκριτικής αντικατάστασης παγίων και ακινήτων .....	Σελ 40

### **Κεφάλαιο 3 - Διαχείριση Εταιρικής ρευστότητας**

3.1 Τι είναι ρευστότητα .....	Σελ 44
3.2 Αντίκτυπο των κανονισμών του χρηματοπιστωτικού τομέα στη ρευστότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών .....	Σελ 45
3.3 Δείκτες ρευστότητας.....	Σελ 48
3.4 Παράγοντες που επηρεάζουν τη μελλοντική ρευστότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών.....	Σελ 51
3.5 Τρόποι Βελτίωσης της εταιρικής ρευστότητας .....	Σελ 63
3.6 Εναλλακτικά Χρηματοδοτικά Εργαλεία.....	Σελ 64
3.7 Εταιρική ρευστότητα και αποτίμηση εταιριών .....	Σελ 70

### **Κεφάλαιο 4 - Αποτίμηση Επιχείρησης - Μελέτη περίπτωσης JUMBO A.E.**

4.1 Σύντομη περιγραφή της εταιρείας Jumbo A.E.....	Σελ 72
4.2 Οικονομική Ανάλυση της εταιρείας .....	Σελ 73
4.3 Αποτίμηση εταιρείας .....	Σελ 76

### **Κεφάλαιο 5. Συμπεράσματα**

5.1 Επίλογος – Συμπεράσματα .....	Σελ 81
5.2 Προτάσεις για περαιτέρω έρευνα .....	Σελ 82

<b>Βιβλιογραφία</b> .....	Σελ 83
---------------------------	--------

## Περίληψη

Η παρούσα διπλωματική εργασία πραγματεύεται την αποτίμηση των επιχειρήσεων στο σύγχρονο και συνεχώς μεταβαλλόμενο οικονομικό περιβάλλον. Ο προσδιορισμός της αξίας μιας επιχείρησης είναι μια αρκετά πολυπλοκή διαδικασία στην οποία πρέπει να προσμετρηθούν αρκετοί παράγοντες και έχει άμεση σχέση με τόσο με την βιώσιμότητα της αλλά και με την αναπτυξή της. Η βιωσιμότητα και κατ' επέκταση η αξία της επιχείρησης εξαρτάται από την δυνατότητα δημιουργίας συνεχούς μελλοντικής κερδοφορίας. Επιπλέον αποτελεί σημαντικό εργαλείο τόσο για τους μετόχους αλλά και για δυνητικούς επενδυτές. Παράλληλα είναι σημαντικό εργαλείο για τους διοικούντες και ιδιοκτήτες μιας επιχείρησης καθώς μια υποτιμημένη επιχείρηση μπορεί να αποτελεσει αντικείμενο μιας επιθετικής εξαγορά ενώ μια υπερτιμημένη εταιρεία έχει τη δυνατότητα της διαπραγμάτευσης.

Θα μελετήσουμε τις σύγχρονες μεθόδους αποτίμησης, τα πιθανά δυνατά και αδύνατα σημεία, έχοντας πάντα υπόψη ότι καμία από μόνη της δεν είναι μοναδική στον προσδιορισμό της αξίας της επιχείρησης αλλά αποτελεί ένα εργαλείο και σημείο αναφοράς για τον αναλυτή.

Συγκεκριμένα στο πρώτο μέρος της εργασίας (2<sup>ο</sup> κεφάλαιο) αναλύεται το θεωρητικό κομμάτι της αποτίμησης αναλύοντας την έννοια της αποτίμησης, τα κυριότερα μοντέλα που χρησιμοποιούνται καθώς και τα ποιοτικά στοιχεία και πρακτικές που πρέπει να έχει υπόψη του ο εκάστοτε αναλυτής.

Επιπλέον στο πρώτο μέρος (3<sup>ο</sup> κεφάλαιο) θα αναλύσουμε μια ακόμη σημαντική έννοια για τον επιχειρηματικό κόσμο αυτή της εταιρικής ρευστότητας. Παράλληλα θα γίνει ανάλυση για τον αντίκτυπο των κανονισμών του χρηματοπιστωτικού τομέα στη ρευστότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών. Επιπλέον θα παρουσιασθούν οι βασικοί δείκτες ρευστότητας αλλά και οι παράγοντες που επηρεάζουν τη μελλοντική ρευστότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών. Τέλος θα παρουσιασθούν τρόποι βελτίωσης της εταιρικής ρευστότητας αλλά και εναλλακτικά χρηματοδοτικά εργαλεία.

Στο δεύτερο μέρος της εργασίας αποτιμάται μια συγκεκριμένη εταιρεία, η Jumbo AE χρησιμοποιώντας και εφαρμόζοντας ένα μοντέλο αποτίμησης αλλά και κάποιους δείκτες αποτίμησης. Η συγκεκριμένη εταιρεία επιλέχτηκε επειδή αποτελεί μια από τις πιο ελκυστικές ελληνικές εταιρείες για τους επενδυτές και έχει γίνει αρκετές φορές

αντικείμενο μελέτης για τους αναλυτές με αφορμή το γεγονός ότι καταφέρνει πάρα τις δύσκολες οικονομικές συνθήκες της χώρας μας να αναπτύσσεται με ταχύτατους ρυθμούς.

## **Ευχαριστίες**

Αρχικά θα ήθελα να εκφράσω τις θερμές μου ευχαριστίες στον επιβλέποντα καθηγητή μου κ. Παναγιώτη Αρτίκη.

Επίσης θα ήθελα να ευχαριστήσω τα αδέρφια μου για την συμπαράσταση καθώς επίσης και τους γονείς μου.

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ – ΒΑΣΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ

## 1.1 Εισαγωγή

Στον σύγχρονο κόσμο της παγκοσμιοποίησης, της γρήγορης πληροφόρησης, της ραγδαίας ανάπτυξης του διαδικτύου και της διαρκούς εξέλιξης, οι επιχειρήσεις καλούνται να επαναπροσδιορίσουν τους στόχους τους για να μπορέσουν αρχικά να επιβιώσουν και στη συνέχεια να αναπτυχθούν. Στο κόσμο των επιχειρήσεων υπάρχει ένα αέναο ενδιαφέρον γύρω από νέα επιχειρηματικά σχέδια τα οποία θα μεγιστοποιούν τα κέρδη των επενδυτών. Θα μπορούσαμε να χαρακτηρίσουμε το κόσμο των επιχειρήσεων σαν μια σκακιέρα που ο παίχτης θα πρέπει να έχει στρατηγική και πριν προβεί στην οποιαδήποτε κίνηση να προβλέψει την κίνηση του αντιπάλου. Όπως είχε αναφέρει ο Wayne Calloway πρώην Διευθύνων Σύμβουλος της Pepsico «τίποτα δεν θα έπρεπε να εστιάζει στο μυαλό περισσότερο απ' ό τι η συνεχής παρακολούθηση ενός ανταγωνιστή που θέλει να σε εξαφανίσει από το «χάρτη»»<sup>1</sup>. Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις των εταιριών είναι μέσα στη στρατηγική ανάπτυξης τους αλλά πολλές φορές μπορεί να αποτελεί και τη μόνη λύση για να συνεχίσουν την λειτουργία τους. Στη χώρα μας λόγω της οικονομικής κρίσης αλλά και της πολιτικής αστάθειας η δραστηριότητα για εξαγορές και συγχωνεύσεις έχουν μειωθεί, βέβαια θα πρέπει να αναφερθεί ότι τους τελευταίους μήνες έχουν ξεκινήσει κάποιες συζητήσεις για ενδεχόμενες συγχωνεύσεις- εξαγορές εταιριών. Στο εξωτερικό όμως πραγματοποιούνται διαρκώς συμφωνίες με ποιο πρόσφατη αυτή της εξαγοράς του διαδικτυακού μέσου κοινωνικής δικτύωσης LinkedIn από τη Microsoft. Η συμφωνία ανήλθε στο αστρονομικό ποσό των 26,2 δις δολαρίων.

Ως εξαγορά ορίζεται η συναλλαγή κατά την οποία μια επιχείρηση αποκτά ένα μέρος ή το σύνολο της συμμετοχής (μετοχές ή εταιρικά μερίδια) από μια άλλη έναντι χρηματικού ανταλλάγματος . Οι εξαγορές διακρίνονται σε απλές και συγχωνευτικές. Σε μια απλή εξαγορά η εξαγοραζόμενη εταιρεία συνεχίζει να υφίσταται σαν υποκείμενο δικαίου, ενώ σε μια συγχωνευτική εξαγορά η επιχείρηση που μεταβιβάζει την περιουσία της σε μια άλλη έναντι χρηματικού ανταλλάγματος παύει να υφίσταται σαν νομική μορφή. Πιο συγκεκριμένα ως συγχώνευση ορίζεται η πράξη με την οποία μια ή περισσότερες εταιρείες λύνονται χωρίς να εκκαθαριστούν, ενώ ταυτόχρονα μεταβιβάζουν το σύνολο της περιουσίας τους έναντι ανταλλάγματος σε μια άλλη, η οποία είτε προϋπήρχε είτε δημιουργήθηκε για το σκοπό αυτό<sup>2</sup>.

<sup>1</sup>. Παπαδάκης Μ. Βασίλης, Στρατηγική των Επιχειρήσεων: Ελληνική & Διεθνής Εμπειρία,

<sup>2</sup> Παπαδάκης Μ. Βασίλης, Στρατηγική των Επιχειρήσεων: Ελληνική & Διεθνής Εμπειρία, Μπένου, Αθήνα 2002

Προκειμένου να επιτευχθεί μια συμφωνία για ενδεχόμενη εξαγορά-συγχώνευση πρέπει να έχει προσδιοριστεί η αξία της επιχείρησης. Για τους περισσότερους αναλυτές αποτελεί το πιο σημαντικό κομμάτι καθότι αποτελεί το βασικό αντικείμενο της διαπραγμάτευσης μεταξύ του δυνητικού αγοραστή και του πωλητή. Το ερώτημα που τίθεται είναι πως θα προσδιοριστεί η αξία της επιχείρησης. Υπάρχουν αρκετοί μέθοδοι αποτίμησης μιας εταιρείας στη βιβλιογραφία, όμως το θέμα είναι η σωστή επιλογή της μεθόδου γιατί κάθε μέθοδος είναι κατάλληλη για διαφορετική περίπτωση. Οι βασικοί τρόποι προσδιορισμού της αξίας μιας επιχείρησης είναι οι παρακάτω:

- Ονομαστική Αξία (Nominal Value), ισούται με το μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης.
- Λογιστική Αξία (Book Value), ορίζεται ως το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας. Αυτά αποτελούνται από το μετοχικό κεφάλαιο, της επιχορηγήσεις επενδύσεων, τα αποθεματικά κεφάλαια, τις αναπροσαρμογές της αξίας των παγίων στοιχείων του Ενεργητικού και τα αποτελέσματα των προηγούμενων χρήσεων.
- Αξία Ρευστοποίησης (Liquidation Value), είναι η αξία των πάγιων και άυλων περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας, σε περίπτωση βίαιης πώλησης ή πλειστηριασμού μπορούν να ρευστοποιηθούν ξεχωριστά τα πάγια. Συνήθως η μέθοδος αυτή χρησιμοποιείται σε βιομηχανίες που έχουν μεγάλη αξία παγίων.
- Χρηματιστηριακή Αξία (Market Value) της εταιρείας, απευθύνεται αποκλειστικά στις εισηγμένες εταιρείες στο Χρηματιστήριο και συνήθως ο προσδιορισμός της αξίας της εταιρείας γίνεται με βάση την κεφαλαιοποίηση της.
- Εσωτερική ή Πραγματική Αξία (Intrinsic or Fair Value) της εταιρείας, προκύπτει από τις πραγματικές οικονομικές συνιστώσες της εταιρείας όπως περιουσιακά στοιχεία, κέρδη, μερίσματα, ταμειακές ροές, κόστος κεφαλαίου και τις προοπτικές της εταιρείας.

Η σπουδαιότητα του προσδιορισμού της αξίας μια εταιρείας μπορεί να γίνει αντιληπτή αν αναλογιστεί κάποιος ότι όλες οι επιχειρηματικές αποφάσεις και οι στρατηγικές μιας εταιρείας σε καθημερινή βάση σχετίζονται σε ένα σημαντικό βαθμό



με την αποτίμηση της εταιρείας ή ακόμα καλύτερα με το πώς θα προστεθεί αξία στην ήδη υπάρχουσα.

## **1.2 Αντικειμενικοί Σκοποί**

Τόσο στη βιβλιογραφία όσο και στη πράξη υπάρχει μια σειρά από διαφορετικές μεθόδους αποτιμήσεις εταιρειών. Είναι γεγονός όλες οι διαθέσιμες μέθοδοι αποτίμησης εταιρειών καλύπτουν ορισμένες πλευρές της πραγματικότητας και γι'αυτό οι περισσότεροι αναλυτές χρησιμοποιούν παραπάνω από μια μέθοδο προκειμένου να καταλήξουν σε αξιόπιστα αποτελέσματα. Παρά το γεγονός ότι υφίστανται τόσοι διαφορετικοί μέθοδοι αποτίμησης οι βασικές αρχές πάνω στις οποίες στηρίζονται παρουσιάζουν σημαντικές ομοιότητες.

Αντικειμενικός σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να συνδυάσει το θεωρητικό κομμάτι της αποτίμησης των εταιρειών με αυτό του πρακτικού. Αρχικά η εργασία παρουσιάζει τις βασικές μεθόδους αποτίμησης επιχειρήσεων και μέσω της συγκριτικής ανάλυσης των μεθόδων αυτών, επιδιώκει να καταδείξει τυχόν πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα των μεθόδων καθώς επίσης και περιορισμούς που εμφανίζουν. Είναι γεγονός ότι οι περισσότερες συμβουλευτικές εταιρείες καταλήγουν ότι η πιο αξιόπιστη μέθοδος αποτίμησης των εταιρειών είναι η μέθοδος προεξόφλησης των ταμιακών ροών. Στη μελέτη περίπτωσης που έχει πραγματοποιηθεί για τους σκοπούς της συγκεκριμένης εργασίας έχει ακολουθηθεί αυτή η μέθοδος.

Παράλληλα σκοπός της εργασίας είναι να αναλύσει ένα άλλο μείζον θέμα των επιχειρήσεων αυτό της εταιρικής ρευστότητας. Συγκεκριμένα και με αφορμή το πρόβλημα που αντιμετώπισαν οι ελληνικές επιχειρήσεις τα τελευταία χρόνια αναλύονται οι δείκτες ρευστότητας αλλά και παράγοντες που θα επηρεάσουν τη μελλοντική ρευστότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών.

## **1.3 Ορισμός της αποτίμησης και Πεδία Εφαρμογής αποτίμησης εταιρειών**

Αποτίμηση είναι η διαδικασία προσδιορισμού της αξίας ενός αγαθού ή περιουσιακού στοιχείου (πραγματικού ή χρηματοοικονομικού) ή επιχειρηματικής μονάδας ή επενδυτικού σχεδίου, σύμφωνα με κάποιες παραμέτρους που θεωρεί αυτός που πραγματοποιεί την αποτίμηση ότι μπορεί να επηρεάσει τη μελλοντική απόδοση. Είναι γεγονός ότι το πεδίο εφαρμογής της αποτίμησης είναι αρκετά ευρύ. Σχετικά με το αντικείμενο της αποτίμησης, αυτό μπορεί να είναι ένα πραγματικό περιουσιακό στοιχείο όπως για παράδειγμα κτίριο, γη, εξοπλισμός, ή ένα άυλο χρηματοοικονομικό στοιχείο π.χ. μετοχή, ομόλογα, πατέντα, δικαιώματα. Στη συγκεκριμένη εργασία θα ασχοληθούμε με την αποτίμηση των επιχειρήσεων.

Τα βασικά πεδία εφαρμογής της αποτίμησης αναλύονται παρακάτω:

- Εξαγορές & Συγχωνεύσεις: η αποτίμηση στη συγκεκριμένη περίπτωση παίζει καθοριστικό ρόλο καθώς ο δυνητικός επενδυτής θα πρέπει να καταλήξει αν θα προχωρήσει ή όχι σε προσφορά με γνώμονα την αποτίμηση. Αντίστοιχα η εταιρεία στόχος θα πρέπει να έχει προχωρήσει και εκείνη από την πλευρά της σε αποτίμηση της αξίας της εταιρείας και να έχει καταλήξει στο πια θεωρεί αποδεκτή αξία ώστε αν γίνει πρόταση να αποφασίσει αν θα δεχτεί η όχι την προσφορά, Συνήθως αναλαμβάνουν την αποτίμηση συμβουλευτικές εταιρείες τόσο για λογαριασμό του επενδυτή αλλά και της εταιρείας στόχος. Προκειμένου όμως να πραγματοποιηθεί σωστά η αποτίμηση της εταιρείας θα πρέπει να προσμετρηθούν και ένας ακόμη βασικός παράγοντας αυτός των ενδεχόμενων συνεργειών.οι Τέλος, ένα σημαντικό πρόβλημα στην αποτίμηση μιας επιχείρησης σε περίπτωση εξαγοράς είναι η βούληση αλλά και οι προκαταλήψεις των εμπλεκόμενων μερών, οι οποίες επηρεάζουν σημαντικά την αντικειμενικότητα των υπολογισμών. Σε επόμενη ενότητα αναλύονται οι λόγοι αποτυχίας μιας συγχώνευσης- εξαγοράς
- Διαχείριση χαρτοφυλακίου: σύμφωνα με τον A. Damodaran<sup>3</sup>, ο ρόλος της αποτίμησης στην περίπτωση αυτή εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τον ίδιο τον επενδυτή. Συγκεκριμένα παίζει μικρό ρόλο για τον παθητικό επενδυτή ενώ αντίθετα μεγάλο ρόλο για το ενεργό επενδυτή. Διαφορές όμως

---

<sup>3</sup> A. Damodaran Chapter 1, Introduction to Valuation, p. 8

υπάρχουν και μεταξύ των ενεργών επενδυτών, καθώς τα ενδιαφέροντα, οι σκοποί και οι προσδοκίες κάθε ομάδας από αυτούς παρουσιάζουν σημαντική διαφοροποίηση. Στην περίπτωση της διαχείρισης χαρτοφυλακίου, η αποτίμηση χρησιμοποιείται για τη σύγκριση της αξίας του χαρτοφυλακίου σε σύγκριση με αντίστοιχα άλλα. Η αποτίμηση επιπλέον βοηθά στην επιλογή των κατάλληλων χρεογράφων που θα επιλεγθούν να συμπεριληφθούν στο χαρτοφυλάκιο.

- **Εταιρική Οικονομική Διαχείριση:** οι μεγάλες εταιρείες προχωρούν συνήθως σε ετήσια βάση στην αποτίμηση της εταιρείας τους και στην ανάλυση των παραγόντων που δημιουργούν αξία στην εταιρεία. Επίσης, η αποτίμηση διαφορετικών επιχειρηματικών μονάδων (business units) είναι βασικής σημασίας προκειμένου να ληφθούν αποφάσεις που σχετίζονται με το ποιά προϊόντα, γραμμές παραγωγής, χώρες ακόμη και πελάτες θα πρέπει να αναπτυχθούν ή να εγκαταλειφθούν. Σύμφωνα με τον A. Damodaran, η κατανόηση της σχέσης αυτής είναι το κλειδί για την λήψη οικονομικών αποφάσεων ή αποφάσεων αναδιοργάνωσης που επιδρούν θετικά ή αρνητικά στην αξία της επιχείρησης.

Σύμφωνα με την παραπάνω ανάλυση γίνεται κατανοητή η σπουδαιότητά αλλά και ο ρόλος που παίζει η αποτίμηση σε πολλές διαφορετικές περιοχές του επιχειρηματικού κόσμου. Αυτό όμως που θα πρέπει να αντιλαμβανόμαστε είτε σαν αναλυτές, είτε σαν αγοραστές (bidder) είτε σαν πωλητές είναι ότι η αποτίμηση δεν είναι μια αντικειμενική εργασία και ότι μπορεί οι προκαταλήψεις ή οι λανθασμένες αντιλήψεις να οδηγήσουν σε λάθος αποτέλεσμα.

#### **1.4 Λόγοι αποτυχίας Εξαγορών/Συγχωνεύσεων**

Οι εξαγορές και συγχωνεύσεις παρουσιάστηκαν ως οικονομικό φαινόμενο κατά τον 19<sup>ο</sup> αιώνα στις ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο. Η ανάγκη για ολοένα και μεγαλύτερη αξία της επιχείρησης και των μετόχων, καθώς και η ανάγκη για επιβίωση, επέκταση

και εξάλειψη του ανταγωνισμού επιβάλλανε την υιοθέτηση μίας πολιτικής συμμαχιών, εξαγορών και συγχωνεύσεων. Στατιστικά έχει αποδειχθεί ότι αυτοί που επωφελούνται περισσότερο από τις εξαγορές και τις συγχωνεύσεις είναι οι μέτοχοι της εξαγοραζόμενης επιχείρησης ( η διαδικασία της εξαγοράς – συγχώνευσης επιβάλλει διαπραγμάτευση, όπου οι εξαγοραζόμενοι έχουν μεγαλύτερη δύναμη).

Θα μπορούσαμε να αναφέρουμε ότι οι βασικοί λόγοι, για την αποτυχία των συγχωνεύσεων-εξαγορών είναι :

- Οι αγοραστές έχουν υπερεκτιμήσει την επένδυση και το αντίτιμο που καταβάλουν είναι μεγαλύτερο από την πραγματική αξία της επιχείρησης.
- Μετά την ολοκλήρωση της εξαγοράς/συγχώνευσης δεν υπάρχει η κατάλληλη διοίκηση προκειμένου να διαχειριστεί το ιδιαίτερα δύσκολο μεταβατικό στάδιο της «ομογενοποίησης» των εταιριών.
- Δεν εκτιμήθηκαν σωστά τις δυνητικές συνέργιες, με αποτέλεσμα να μην είναι διαχειρίσιμες.

Οι αιτίες που συνήθως οδηγούν τους αγοραστές (bidder) να καταβάλουν μεγαλύτερο τίμημα από την αντικειμενικά δίκαιη αξία της επιχείρησης είναι:

- Υπεραισιόδοξη εκτίμηση της δυναμικής της αγοράς  
Τα βασικά σφάλματα είναι :
  1. Η υπόθεση ότι η αγορά θα εξέλθει από την κρίση, λόγω του οικονομικού κύκλου ( υπερεκτίμηση της δυναμικής της επιχείρησης).
  2. Η υπόθεση ότι η εξαγοραζόμενη επιχείρηση θα μπορέσει να ανταποκριθεί καλύτερα.
  3. Η υπόθεση ότι οι μεγάλοι ρυθμοί ανάπτυξης θα συνεχιστούν στο διηνεκές (υπερεκτίμηση της δυναμικής του κλάδου)
  4. Συνήθως μια εξαγορά συνοδεύεται από αλλαγές στην διοίκηση και τις λειτουργίες της ή από την επίτευξη νέων συνεργιών. Η αποτυχία αντίληψης της ανάγκης ενός ή και των δυο συνοδευτικών ενεργειών θα οδηγήσει αναγκαστικά σε υπερεκτίμηση της αξίας της επιχείρησης
- Υπερεκτίμηση των συνεπακόλουθων συνεργιών.  
Σε αρκετές περιπτώσεις επιχειρήσεων που προέκυψαν από εξαγορές ή συγχωνεύσεις παρουσιάζονται προβλήματα συνεκτικότητας και μεγάλης διαφοροποίησης των λειτουργιών και δραστηριοτήτων.
- Παράβλεψη προβλημάτων.

1. Οι επιχειρήσεις προσπαθούν να καλύψουν τα προβλήματα τους. Οι αρχές εταιρικής διακυβέρνησης μπορεί να επιβάλουν τις αρχές της διαφάνειας αλλά η αποδοχή και η υιοθέτηση τους είναι υποχρεωτική μόνο στις εισηγμένες και στις θυγατρικές τους.
  2. Η ανάγκη για άμεση ολοκλήρωση της διαδικασίας της συγχώνευσης οδηγεί πολλές φορές τον bidder φορές σε παράλειψη ελέγχων.
  3. Η έλλειψη τεχνογνωσίας πολλές φορές οδηγεί σε μη διάγνωση προβλημάτων είτε αυτά είναι χρηματοοικονομικά, είτε λειτουργικά, είτε διοικητικά, είτε νομικά.
- Υπερεκτίμηση των άυλων περιουσιακών στοιχείων όπως φήμη, πελατεία, brands που διαθέτει η εταιρία στο χαρτοφυλάκιο της και είναι πολύ δύσκολο να αποτιμηθούν.

### **1.5 Στάδια για την επιτυχία μιας Εξαγοράς/Συγχώνευσης**

Θα μπορούσαμε να ορίσουμε 3 βασικά στάδια για μια επιτυχημένη εξαγορά/συγχώνευση. Αυτά είναι είναι:

1. Το στάδιο πριν τη διαπραγμάτευση
2. Η διαπραγμάτευση
3. Το στάδιο μετά την εξαγορά/συγχώνευση

Το στάδιο πριν τη διαπραγμάτευση θα μπορούσαμε να το χωρίσουμε σε 3 βήματα. Σαν πρώτο βήμα θα ορίζαμε την αναγνώριση και εξέταση επιχειρήσεων που θα μπορούσαν να τύχουν της προσοχής του αγοραστή. Ενδεχομένως θα μπορούσαν να εξεταστούν οι περιπτώσεις εταιρειών εταιρειών που έχει ξεχωρίσει ο αγοραστής ή εταιρείες που θα μπορούσαν να δημιουργήσουν συνέργιες με τις ήδη υπάρχουσες επιχειρηματικές του δραστηριότητες. Σαν δεύτερο βήμα θα ορίζαμε τη δημιουργία μιας μικρής λίστας επιχειρήσεων που παρουσιάζουν τη μεγαλύτερη πιθανότητα για επιτυχία της ενέργειας. Τέλος αφού καταλήξει ο δυνητικός αγοραστής στην εταιρεία που τον ενδιαφέρει και πληροί τις παραπάνω προϋποθέσεις προχωράει σε διαγνωστική μελέτη της επιχείρησης. Συνήθως τη μελέτη την πραγματοποιεί εταιρεία συμβούλων η οποία αναλαμβάνει να προχωρήσει σε εκτενή οικονομική ανάλυση της εταιρείας στόχου εφόσον βέβαια της παρασχεθούν οι απαραίτητες πληροφορίες, να κάνει ανάλυση της αγοράς, του ανταγωνισμού και να καταλήξει στην αποτίμηση της εταιρείας σε ενδεχόμενη κίνηση εξαγοράς.

Αφού λοιπόν πραγματοποιηθούν οι παραπάνω ενέργειες ξεκινάει η διαπραγμάτευση μεταξύ του δυνητικού αγοραστή και των εκπροσώπων της εταιρείας οι οποίες μπορεί και να διαρκέσουν αρκετούς μήνες.

Εφόσον οι διαπραγματεύσεις ολοκληρωθούν επιτυχώς η νέα εταιρεία και παράλληλα η νέα Διοίκηση που θα προκύψει από την εξαγορά θα πρέπει να προχωρήσει άμεσα σε προσδιορισμό του νέου επιχειρησιακού μοντέλου. Επιπλέον πρέπει να προχωρήσει στην επίλυση των πιθανών διαφορών και συγκρούσεων που δημιουργήθηκαν τη περίοδο των διαπραγματεύσεων. Τέλος πρέπει να υπάρχει άμεση αντίδραση σε εξωτερικές πιέσεις που θα προκύψουν.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 - ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ - ΜΟΝΤΕΛΑ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΤΑΜΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

### 2.1 Εισαγωγή

Στην ενότητα αυτή γίνεται εκτενής αναφορά στις σημαντικότερες μεθόδους προσδιορισμού της αξίας των επιχειρήσεων. Οι μέθοδοι αυτοί ομαδοποιούνται στις εξής κατηγορίες:

- Μέθοδοι προεξόφλησης των μελλοντικών ταμιακών ροών - (Discounted Cash Flow Methods - DCF). Σύμφωνα με τη μέθοδο των προεξοφλημένων ταμιακών ροών η αξία της εταιρείας μπορεί να προσδιορισθεί από τέσσερις παράγοντες:
  1. την ικανότητα της εταιρείας να δημιουργεί ταμιακές ροές
  2. και το κόστος κεφαλαίου.
  3. τον αναμενόμενο ρυθμό ανάπτυξης (growth) των ταμιακών ροών
  4. το χρονικό διάστημα που απαιτείται προκειμένου η επιχείρηση να επιτύχει σταθερό ρυθμό ανάπτυξηςΣυνεπώς η αξία της επιχείρησης καθορίζεται από την ικανότητά της να δημιουργεί ταμιακές ροές και προκειμένου να αυξηθεί η αξία μιας επιχείρησης θα πρέπει να μεταβληθεί ένας ή περισσότεροι από τις παραπάνω μεταβλητές.
- Μέθοδοι των Πολλαπλασιαστών (Multiples). Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή η εκτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης στηρίζεται στη σχέση μεταξύ της αξίας της εταιρείας και μια παραμέτρου που μπορεί να είναι τα κέρδη, τα μερίσματα, οι πωλήσεις. Με το τρόπο αυτό δίνεται η δυνατότητα να συγκριθεί η αξία της εταιρείας με ομοειδείς ή συγκρίσιμες επιχειρήσεις. Με άλλα λόγια, η αποτίμηση μιας εταιρείας στηρίζεται στην ανάλυση ομοειδών επιχειρήσεων του εσωτερικού ή του εξωτερικού, εισηγμένων σε διάφορα χρηματιστήρια, καθώς και στην ανάλυση πολλαπλασιαστών του κλάδου όπου ανήκει η εταιρεία.
- Μέθοδοι που στηρίζονται σε λογιστικά δεδομένα (δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις). Πρόκειται για μεθόδους αποτίμησης εταιρειών, βάσει των οποίων ο προσδιορισμός της αξίας μιας επιχείρησης στηρίζεται στην εκτίμηση

της αξίας των πάγιων περιουσιακών στοιχείων που διαθέτει. Η πιο γνωστή μέθοδος είναι αυτή της λογιστικής αξίας (Book Value).

## **2.2. Προεξόφληση μερισμάτων (Divident discount model)**

Το κεφάλαιο αυτό πραγματεύεται την αποτίμηση μιας επιχείρησης σε μερίσματα, γεγονός το οποίο συνεπάγεται ότι η αποτίμηση αυτή αναφέρεται στο μέρος της επιχείρησης που χρηματοδοτείται από μετοχικό κεφάλαιο και όχι σε ολόκληρη την επιχείρηση. Σύμφωνα με τον παραπάνω ορισμό τα αντίστοιχα υποδείγματα προεξόφλησης μερισμάτων ουσιαστικά υπολογίζουν την αξία που ανήκει στους μετόχους και όχι τη συνολική αξία της επιχείρησης, η οποία είναι το άθροισμα της αξίας των μετόχων συν την αξία που ανήκει σε λοιπούς χρηματοδότες. Η αξία των μετόχων μπορεί να υπολογιστεί με δυο τρόπους, είτε με βάση τα μερίσματα ανά μετοχή, και άρα θα είναι η αξία ανά μετοχή, είτε με βάση τα συνολικά μερίσματα, και άρα θα είναι συνολική αξία. Η αξία ανά μετοχή επί τον αριθμό των μετοχών σε κυκλοφορία δίνει τη συνολική αξία των μετόχων και αντίστροφα, η συνολική αξία των μετόχων δια του αριθμού των μετοχών σε κυκλοφορία δίνει την αξία ανά μετοχή.

Για την περαιτέρω κατανόηση του τι ακριβώς είναι η προεξόφληση μερισμάτων, αξίζει να αναλύσουμε τα 3 βασικά υποδείγματα που προκύπτουν: Το γενικό υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων, το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων δυο περιόδων και το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων τριών περιόδων.

### **Υπόδειγμα Προεξόφλησης Μερισμάτων**

Αγοράζοντας μια μετοχή, ένας επενδυτής προσδοκά να εισπράξει δυο τύπους ταμιακών ροών. Αρχικά το μέρισμα της περιόδου εφόσον κατέχει τη μετοχή και δεύτερον την προβλεπόμενη τιμή της μετοχής στο τέλος της περιόδου κατοχής της μετοχής.

Λαμβάνοντας υπόψη ότι η προβλεπόμενη τιμή της μετοχής καθορίζεται και αυτή από μελλοντικά μερίσματα, η αξία της μετοχής είναι ίση με την παρούσα αξία των



μελλοντικών μερισμάτων που θα καταβληθούν από τον επόμενο χρόνο μέχρι το άπειρο. Δηλαδή:

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

όπου,

$V_0$  = αξία μετοχής

$DPSt$  = Προβλεπόμενα μερίσματα ανά μετοχή το χρόνο  $t$

$K_s$  = Κόστος μετοχικού κεφαλαίου

Το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων (dividend discount model-DDM) αποτελεί ένα γενικό υπόδειγμα με την έννοια ότι από αυτό μπορεί, να προκύψουν νέα υποδείγματα εφόσον γίνουν κάποιες υποθέσεις. Ουσιαστικά πάνω στη μεθοδολογία του συγκεκριμένου υποδείγματος, βασίζονται τα υπόλοιπα εναλλακτικά υποδείγματα αποτίμησης. Τα δυο χαρακτηριστικά στοιχεία του υποδείγματος DDM είναι τα προβλεπόμενα μερίσματα και το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου. Τα μερίσματα υπολογίζονται με υποθέσεις που γίνονται αναφορικά με τους αναμενόμενους ρυθμούς αύξησης των κερδών στο μέλλον και τους δείκτες διανομής κερδών (payout ratios). Η απαιτούμενη απόδοση μιας μετοχής προσδιορίζεται από την επικινδυνότητα της.

Το υπόδειγμα DDM αποτελεί κεντρικό σημείο στη θεωρία της χρηματοοικονομικής. Θεωρείται το λιγότερο αμφισβητούμενο υπόδειγμα αποτίμησης και η θεωρητική αξία που προτείνει για μια μετοχή είναι γενικά αποδεκτή. Όμως, παρά το γεγονός ότι είναι θεωρητικά ορθό, στην πράξη δεν είναι εφαρμόσιμο. Έτσι, στην πράξη, χρησιμοποιούνται εναλλακτικά υποδείγματα.

### **Υπόδειγμα Προεξόφλησης Μερισμάτων δυο περιόδων**

Το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων δυο περιόδων (two-stage dividend discount model) υποθέτει ότι η ανάπτυξη πραγματοποιείται σε δυο περιόδους. Στην

αρχική περίοδο ο ρυθμός ανάπτυξης δεν είναι σταθερός, ενώ στην επόμενη περίοδο ο ρυθμός ανάπτυξης είναι σταθερός και μπορεί να διατηρηθεί επ' άπειρον.

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

Το υπόδειγμα υπόδειγμα λαμβάνει στη πρώτη περίοδο ένα μεγάλο ρυθμό ανάπτυξης ο οποίος διατηρείται για ορισμένα χρόνια και τη δεύτερη περίοδο ένα σταθερό ρυθμό ανάπτυξης που διαρκεί διηλεκώς. Με βάση τα παραπάνω, η αξία της μετοχής υπολογίζεται ως το άθροισμα της παρούσας αξίας των μερισμάτων της περιόδου με την υπερβολική ανάπτυξη συν της παρούσας αξίας της περιόδου με τη σταθερή ανάπτυξη. Η παρούσα αξία της δεύτερης περιόδου στο χρόνο  $n$  ονομάζεται τερματική αξία της μετοχής (terminal value). Συνεπώς, η αξία της μετοχής υπολογίζεται από τον παρακάτω τύπο:

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

όπου

$V_0$  = Αξία μετοχής

$DPS_t$  = Προβλεπόμενα μερίσματα ανά μετοχή για  $t$  χρόνια

$k_{s,hg}$  = Κόστος μετοχικού κεφαλαίου υψηλού ρυθμού ανάπτυξης

$V_n$  = Τερματική αξία μετοχής

Στη συνέχεια, με  $g_n$  συμβολίζεται ο σταθερός ρυθμό ανάπτυξης της δεύτερης περιόδου, ο οποίος βάση του υποδείγματος, θα διατηρηθεί στο διηλεκές μετά το χρόνο  $n$ , η τερματική αξία της μετοχής  $V_n$  υπολογίζεται ως:

$$V_n = \frac{DPS_{n+1}}{(k_{s,st} - g_n)}$$

Όπου:

$k_{s,hg}$  = Κόστος μετοχικού κεφαλαίου υψηλού ρυθμού ανάπτυξης

## Υπόδειγμα Προεξόφλησης Μερισμάτων τριών περιόδων

Το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων τριών περιόδων (three-stage dividend discount model) προβλέπει μια αρχική περίοδο υψηλής ανάπτυξης, μια μεταβατική περίοδο όπου ο ρυθμός ανάπτυξης μειώνεται και μια τελική σταθερή περίοδο διηνεκούς ανάπτυξης. Έτσι, η αξία της μετοχής είναι το άθροισμα της παρούσας αξίας των αναμενόμενων μερισμάτων κατά τη διάρκεια της περιόδου υψηλής ανάπτυξης και της περιόδου μετάβασης συν την τερματική τιμή στην αρχή της τελικής σταθερής περιόδου.

$$V_0 = \sum_{t=1}^{n_1} \frac{EPS_t \cdot (1+g_a)^t \cdot POR_a}{(1+k_{s,hg})^t} + \sum_{t=n_1+1}^{n_2} \frac{DPS_t}{(1+k_{s,t})^t} + \frac{EPS_{n_2} \cdot (1+g_n) \cdot POR_n}{(k_{s,st} - g_n)} \cdot (1+r)^{n_2}$$

όπου,

$EPSt$  = Κέρδη ανά μετοχή στο χρόνο  $t$

$DPSt$  = Μέρισμα ανά μετοχή στο χρόνο  $t$

$g_a$  = % ανάπτυξης περιόδου υψηλής ανάπτυξης

$g_n$  = % ανάπτυξης περιόδου σταθερής ανάπτυξης

$POR_a$  = Δείκτης διανομής κερδών την περίοδο υψηλής ανάπτυξης

$POR_n$  = Δείκτης διανομής κερδών περιόδου σταθερής ανάπτυξης

$k_{s,hg}$  = Κόστος μετοχικού κεφαλαίου περιόδου υψηλής ανάπτυξης

$k_{s,t}$  = Κόστος μετοχικού κεφαλαίου την περίοδο μετάβασης

$k_{s,st}$  = Κόστος μετοχικού κεφαλαίου σταθερής ανάπτυξης

$r$  = Απαιτούμενη απόδοση ίδιων κεφαλαίων

Το συγκεκριμένο υπόδειγμα, επειδή θεωρείται περισσότερο ελαστικό από τα υπόλοιπα, καταργεί πολλούς από τους περιορισμούς που έχουν θέσει άλλες παραλλαγές του υποδείγματος προεξόφλησης μερισμάτων. Ωστόσο απαιτεί ένα πολύ μεγαλύτερο αριθμό δεδομένων και έτσι σε εταιρείες που υπάρχει σχετική ή μεγάλη δυσκολία στην υπολογιστική διαδικασία, τα πιθανά λάθη αυτών των

δεδομένων ουσιαστικά ενδέχεται να εξαλείψουν κάθε όφελος από την επιπλέον ελαστικότητα του υποδείγματος.

Στην ουσία η ελαστικότητα κάνει το υπόδειγμα χρήσιμο για κάθε εταιρεία στην οποία, εκτός της μεταβολής της ανάπτυξης με την πάροδο του χρόνου, αναμένεται να μεταβληθούν και άλλοι παράμετροι, όπως οι πολιτικές διανομής κερδών και ο κίνδυνος. Με άλλα λόγια, ταιριάζει καλύτερα σε εταιρείες που αναπτύσσονται με έναν εξαιρετικό ρυθμό σήμερα και αναμένεται να διατηρήσουν αυτό το ρυθμό για μια αρχική περίοδο, μετά από την οποία το συγκριτικό πλεονέκτημα της επιχείρησης θα εξαντληθεί καταλήγοντας με σταδιακές μειώσεις του ρυθμού ανάπτυξης σε ένα σταθερό ρυθμό ανάπτυξης.

### 2.3 Gordon Growth model

Το μοντέλο Gordon και Sapiro ουσιαστικά κάνει την παραδοχή ότι τα μερίσματα έχουν σταθερό ρυθμό ανάπτυξης  $g$  στο διηνεκές, το οποίο μας οδηγεί στους παρακάτω τύπους:

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

Όπου

$D_t$  = το αναμενόμενο μέρισμα

$g$  = ο αναμενόμενος ρυθμός ανάπτυξης του μερίσματος

Ακολουθώντας αυτό το μοντέλο μπορεί να αποτιμηθεί η αξία της μετοχής μιας εταιρείας. Πιο συγκεκριμένα κάνοντάς κάποιες υποθέσεις και με δεδομένο ότι ο ρυθμός ανάπτυξης θα παραμείνει για πάντα σταθερός, μπορεί να υπολογιστεί με τον παρακάτω τύπο

$$P = D_1 / (k - g)$$

$D_1$  = το αναμενόμενο μέρισμα της επόμενης περιόδου

$k$  = το κόστος κεφαλαίου

$g$  = ο αναμενόμενος ρυθμός ανάπτυξης του μερίσματος

Το συγκεκριμένο μοντέλο, παρόλο που θεωρείται σχετικά αξιόπιστο μέσο επενδυτικής ανάλυσης, εντούτοις ενέχει κάποιους κινδύνους και συνάμα περιορίζεται μόνο σε επιχειρήσεις που έχουν σταθερό ρυθμό ανάπτυξης. Δυο είναι οι βασικοί κίνδυνοι που θα πρέπει να λαμβάνει υπόψη του ο αναλυτής. Πρώτον ο σταθερός ρυθμός ανάπτυξης πρέπει να είναι μικρότερος ή ίσος από το ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας στην οποία λειτουργεί η επιχείρηση. Βέβαια αν μια εταιρεία αναπτύσσεται με ρυθμό μεγαλύτερο από αυτό της οικονομίας θα δημιουργήσει πρόβλημα στον αναλυτή για το ρυθμό ανάπτυξης που θα πρέπει να συμπεριλάβει στο μοντέλο του. Επιπλέον αν η εταιρεία υιοθετήσει ρυθμό ανάπτυξης μικρότερο από το ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας, μακροπρόθεσμα μπορεί να οδηγήσει σε μείωση του μεγέθους της οικονομίας με αποτέλεσμα το μέγεθος της εταιρείας να είναι μικρότερο από αυτό που δικαιολογείται από την κατάσταση της οικονομίας. Δεύτερος σημαντικός κίνδυνος είναι ότι ο ρυθμός αύξησης των μερισμάτων μιας εταιρείας αναμένεται να διαρκέσει για πάντα, αυτό μπορεί να προϋποθέτει ότι και υπόλοιπα οικονομικά στοιχεία της εταιρείας θα πρέπει να αυξάνονται με τον ίδιο ρυθμό. Η προϋπόθεση αυτή μακροπρόθεσμα είναι ανυπόστατη,

Τέλος, επειδή είναι αρκετά ευαίσθητο το μοντέλο στις τιμές εισόδου, θα πρέπει να υπόκειται σε μια ανάλυση ευαισθησίας όταν δεν είμαστε πολύ σίγουροι.

Όπως και στο μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων, έτσι και στο συγκεκριμένο μοντέλο, λαμβάνοντας υπόψη την παραδοχή ότι τα μερίσματα αναπτύσσονται με σταθερό ρυθμό στο διηνεκές, οδηγηθήκαμε σε μοντέλα πολλαπλών σταδίων ανάπτυξης. Αντίστοιχα λοιπόν, η εξίσωση αξίας μιας μετοχής προσαρμόζεται ανάλογα με τη φάση ανάπτυξης της εταιρείας. Οι βασικές φάσεις ανάπτυξης είναι τρεις:

- Φάση μεγάλης ανάπτυξης  
Σε αυτή τη φάση η εταιρεία δραστηριοποιείται σε ραγδαία αναπτυσσόμενες αγορές και έχει μεγάλα περιθώρια κέρδους και κέρδη ανά μετοχή. αυτή είναι η καταλληλότερη περίοδος για την επιχείρηση να εστιάσει στην αύξηση του μεριδίου αγοράς. Εάν το προϊόν έχει εισαχθεί πρώτο σε μία αγορά, (blue ocean) είναι σε θέση να κερδίσει το μερίδιο αγοράς που του αντιστοιχεί σχετικά εύκολα. Όμως μια νέα αναπτυσσόμενη αγορά θα τραβήξει την προσοχή του ανταγωνισμού πολύ γρήγορα. Όμως είναι πιθανό να έχει αρνητικές ροές κεφαλαίου, επειδή βρίσκεται σε επενδυτική φάση.

- **Φάση μεταβατική**  
Σε αυτή τη φάση ο ρυθμός ανάπτυξης των κερδών εξομαλύνεται καθώς ο ανταγωνισμός πιέζει τα περιθώρια κέρδους και αρχίζει να μειώνεται ο ρυθμός ανάπτυξης των πωλήσεων λόγο κορεσμού. Ο ρυθμός ανάπτυξης έχει μια πτωτική τάση μέχρι να σταθεροποιηθεί σε κάποιο σταθερό ρυθμό. Οι επενδυτικές ανάγκες μειώνονται οπότε αρχίζουν οι θετικές ροές και η απόδοση μερισμάτων.
- **Φάση ωρίμανσης**  
Όταν η αγορά έχει κορεσθεί πια από τις διάφορες παραλλαγές του βασικού προϊόντος, και όλοι οι ανταγωνιστές αντιπροσωπεύονται μέσα στην αγορά μέσα από υπάρχοντα εναλλακτικά προϊόντα, η φάση ωρίμανσης του προϊόντος ξεκινά. Σε αυτή την φάση η αύξηση του μεριδίου αγοράς πραγματοποιείται εις βάρος της επιχείρησης κάποιου άλλου, και όχι από την αύξηση της ίδιας της αγοράς. Αυτή η περίοδος είναι η περίοδος των υψηλότερων πωλήσεων του προϊόντος.

Στη φάση ωρίμανσης η εταιρεία φτάνει σε μια κατάσταση ισορροπίας όπου η απόδοση των κεφαλαίων αγγίζει το κόστος κεφαλαίου ενώ αντίστοιχα τα κέρδη και τα μερίσματα σταθεροποιούνται.

## **2.4 Κόστος καθαρής θέσης( Cost of Equity)**

Για να εκτιμήσουμε το κόστος της καθαρής θέσης, θα πρέπει αρχικά να αναλύσουμε τον κίνδυνο που περικλείει η επένδυση και έπειτα να υπολογίσουμε την απόδοση χρησιμοποιώντας ένα μοντέλο που θα συσχετίζει την απόδοση με τον κίνδυνο όπως για παράδειγμα το CAPM (Capital Asset Pricing Model). Όλα τα μοντέλα ορίζουν τον κίνδυνο σε όρους διακύμανσης πραγματικών αποδόσεων γύρω από τον αναμενόμενο μέσο.

Θεωρία αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων (Capital Asset Pricing Model-CAPM)

Η θεωρία αυτή βασίζεται σε κάποιες βασικές παραδοχές. Οι παραδοχές είναι ότι: 1) οι επενδυτές έχουν ομοιογενείς προσδοκίες για τον κίνδυνο 2) δεν υπάρχει κόστος συναλλαγής, 3) δεν υπάρχει κρυφή πληροφόρηση, και 4) ότι όλοι οι τίτλοι είναι εμπορεύσιμοι και τέλεια διαιρετοί 5) μπορούν να δανείζουν και να δανείζονται απεριόριστα ποσά κάτω από το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο. (Wikipedia) Κάνοντας αυτές τις υποθέσεις καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι ο επενδυτής έχει ένα χαρτοφυλάκιο που περιλαμβάνει όλα τα διαπραγματεύσιμα χρεόγραφα της αγοράς, ενώ ο κίνδυνος μετριέται με το συντελεστή βήτα (beta coefficient). Ο συντελεστής Beta είναι ένας δείκτης που δείχνει τη μεταβλητότητα, ή τον κίνδυνο μιας εταιρείας ή ενός χαρτοφυλακίου σε σύγκριση με την αντίστοιχη αγορά.

**Αναμενόμενη απόδοση = επιτόκιο χωρίς κίνδυνο + συντελεστής  $\beta$ \*(επιπλέον απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς)**

Επομένως, το κόστος της καθαρής θέσης είναι συνάρτηση των τριών μεταβλητών: επιτόκιο χωρίς κίνδυνο (risk-free rate), βήτα (beta coefficient) και επιπλέον απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς (risk premium).

### **Μοντέλο πολλαπλών συντελεστών (Multifactor model)**

Το συγκεκριμένο μοντέλο προσδιορίζει πολλαπλούς μακροοικονομικούς παράγοντες με διαφορετικά βήτα και αμοιβές κινδύνου. Το πιο γνωστό είναι το CAPM αν και παρουσιάζει κάποιο βασικό μειονέκτημα όπως το ότι υποεκτιμά τον κίνδυνο για χαμηλής κεφαλαιοποίησης εταιρείες καθώς υπολογίζει το συντελεστή βήτα από παλινδρομήσεις χρησιμοποιώντας ιστορικά στοιχεία.

Σε αυτό το σημείο πρέπει να ορίσουμε τα τρία συστατικά του κόστους του κοινού μετοχικού κεφαλαίου σύμφωνα με το μοντέλο αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων: το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο, το συντελεστή βήτα και την επιπλέον απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς.

**Επιτόκιο χωρίς κίνδυνο (Risk Free Rate):** Στη θεωρία, το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου είναι η ελάχιστη απόδοση που ένας επενδυτής αναμένει για οποιαδήποτε

επένδυση, γιατί δεν θα δεχτεί πρόσθετο κίνδυνο εκτός εάν το δυνητικό ποσοστό απόδοσης είναι μεγαλύτερο από το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου.

Στην πράξη, ωστόσο, το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου δεν υπάρχει, διότι ακόμα και οι ασφαλέστερες επενδύσεις φέρουν ένα πολύ μικρό ποσό του κινδύνου. Έτσι, το επιτόκιο τριών μηνών των ΗΠΑ ως το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο για τους επενδυτές των ΗΠΑ με βάση το. Βεβαίως, η επιλογή του κατάλληλου επιτοκίου πρέπει να πηγαίνει σε συνάρτηση και με τη διάρκεια ζωής του υποκείμενου τίτλου και έτσι για παράδειγμα μία επένδυση διάρκειας 15 ετών θα πρέπει να έχει αντίστοιχο επιτόκιο άνευ κινδύνου έναντι ενός 5 έτους ομολόγου.

**Αμοιβή κινδύνου ή αναμενόμενη απόδοση (premium).** Το premium μετράει την επιπλέον απόδοση που αναμένουν οι επενδυτές προκειμένου να μεταφέρουν τα χρήματά τους από μία επένδυση στη συγκεκριμένη. Ασφαλώς, αυτό επηρεάζεται και από την ψυχολογία του κάθε επενδυτή και την αντιμετώπισή του έναντι του κινδύνου (risk averse, risk lover, risk neutral), για αυτό και το premium είναι ο μέσος όρος των premium των επενδυτών της αγοράς σταθμισμένος με το ποσοστό του πλούτου που ο καθένας τοποθετεί στην εν λόγω αγορά. Η εκτίμηση μπορεί να γίνει είτε χρησιμοποιώντας ιστορικά στοιχεία είτε παρατηρώντας την αγορά και καταγράφοντας πόσο αποτιμά τις επενδύσεις με κίνδυνο. Στη δεύτερη περίπτωση γίνεται η υπόθεση ότι η αγορά είναι αποτελεσματική και ότι χρησιμοποιείται όλες οι πληροφορίες είναι διαθέσιμες ενώ χρησιμοποιούνται τρέχουσες τιμές της αγοράς και όχι στοιχεία από προηγούμενα έτη. Όταν όμως η ανάλυση γίνεται με ιστορικά στοιχεία τότε γίνεται η υπόθεση ότι η συμπεριφορά των επενδυτών απέναντι στον κίνδυνο και ο σχετικός κίνδυνος της επένδυσης δεν έχουν αλλάξει στο χρόνο.

**Συντελεστής βήτα:** Ο συντελεστής βήτα μετράει την ποσοστιαία συνδιακύμανση της απόδοσης της επένδυσης σε σχέση με την απόδοση της αγοράς και είναι ουσιαστικά ένα δείκτης του κινδύνου που εισάγει μία επένδυση ή μετοχή στο χαρτοφυλάκιο της αγοράς. Επίσης χαρακτηρίζει τον κίνδυνο που δεν μπορεί να αντισταθμιστεί, δηλαδή τον κίνδυνο της αγοράς, και αποτελεί ένα μέτρο σχετικού ρίσκου της συγκεκριμένης επένδυσης σε σύγκριση με το σύνολο των επενδύσεων στη συγκεκριμένη αγορά.



Υπάρχουν δύο τρόποι υπολογισμού: Ο ένας είναι η ανάλυση παλινδρόμησης και ο άλλος υπολογίζοντας ένα βήτα για κάθε τμήμα της επιχείρησης.

- *Ανάλυση παλινδρόμησης:*

Η μέθοδος αυτή υπολογίζει το συντελεστή βήτα για μια επένδυση συσχετίζοντας τις αποδόσεις της επένδυσης με αυτές του γενικού δείκτη τιμών για ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα. Η μαθηματική μορφή της εξίσωσης της παλινδρόμησης είναι η εξής:

$$R_j = a + b * R_M$$

όπου

$R_j$  : η απόδοση της επένδυσης  $j$

$R_M$  : η απόδοση του γενικού δείκτη τιμών

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

Παρόλα αυτά, στην πράξη προκύπτουν κάποια προβλήματα σχετικά με τον υπολογισμό του συντελεστή βήτα. Αρχικά, τις περισσότερες φορές δε γνωρίζουμε ποιος δείκτης είναι πιο κατάλληλος για τη σύγκριση της. Επίσης, υπάρχουν προβλήματα που σχετίζονται με τη διάρκεια της περιόδου που θα γίνει η εκτίμηση και με τις αποδόσεις (αν θα είναι μηνιαίες, ημερήσιες, εβδομαδιαίες κτλ.) Επιπλέον, οι μη συνεχείς συναλλαγές σε ένα συγκεκριμένο αξιόγραφο μπορεί να οδηγήσει στην υποεκτίμηση των συντελεστών βήτα λόγω αδυναμίας υπολογισμού πραγματοποιούμενων αποδόσεων. Αυτό κυρίως συμβαίνει σε μικρές εταιρίες που έχουν μικρό όγκο συναλλαγών και μικρή διασπορά των μετοχών τους. Τέλος, ένα ακόμα πρόβλημα που προκύπτει είναι η διαχρονική σταθερότητα του συντελεστή βήτα, γιατί η επιχείρηση που εκδίδει τα αξιόγραφα ενδεχομένως να επεκταθεί και σε νέες δραστηριότητες των οποίων οι αποδόσεις συνδιακυμαίνονται περισσότερο ή λιγότερο με τις αποδόσεις του χαρτοφυλακίου της αγοράς από ότι οι προηγούμενες αποδόσεις της εταιρίας.

- *Εκτίμηση βήτα με τη μέθοδο Bottom-up ή Levered Beta:*

Ο συντελεστής βήτα προσδιορίζεται από τρεις θεμελιώδεις μεταβλητές που είναι: ο τύπος της επιχείρησης, ο βαθμός χρηματοοικονομικής μόχλευσης και ο βαθμός λειτουργικής μόχλευσης. Η χρηματοοικονομική μόχλευση αναφέρεται στο κατά πόσο η επιχείρηση ακολουθεί τις κυκλικές διακυμάνσεις της οικονομίας, κάτι το οποίο

πρέπει να ληφθεί υπ' όψιν στον προσδιορισμό του βήτα ενώ όσο να αφορά το βαθμό της λειτουργικής μόχλευσης, ο τύπος που το ερμηνεύει είναι ο εξής:

$$\text{Degree Of Operating Leverage} = \frac{\% \text{ Change In Operating Profits}}{\% \text{ Change In Sales}}$$

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

$$BL = B_u ( 1 + (1-t)D/E)$$

όπου:

- $B_L$  το βήτα με μόχλευση
- $B_u$  το βήτα χωρίς μόχλευση
- $t$ : ο φόρος κερδών της επιχείρησης
- $D/E$ : ο λόγος χρέους προς τα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης

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

Η συγκεκριμένη μέθοδος έχει τα εξής χαρακτηριστικά:

- συντελεστής beta είναι υψηλότερος του παραδοσιακού συντελεστή "beta",
- Υπηρετεί την αρχή της συντηρητικότητας στην αποτίμηση μιας εταιρίας,
- Εξάγει μία ρεαλιστικότερη «δίκαιη τιμή», ενσωματώνοντας παράλληλα την κεφαλαιακή διάρθρωση και τη χρηματοοικονομική μόχλευση μιας εταιρίας.

## 2.5 Υπολογισμός του ρυθμού ανάπτυξης g

Ο ρυθμός ανάπτυξης είναι η πιο σημαντική παράμετρος στην αποτίμηση των επιχειρήσεων και ειδικά αυτών μεγάλης ανάπτυξης. Χρησιμοποιείται για την πρόβλεψη των μελλοντικών τους εσόδων και κερδών. Μια επιχείρηση αποτελείται από τα στοιχεία ενεργητικού που παράγουν ταμιακές ροές στο παρόν καθώς επίσης και προσδοκώμενες ταμιακές ροές. Η ανάπτυξη και η αξία της επιχείρησης βασίζεται στην απόκτηση στοιχείων του ενεργητικού. Το σύνηθες πρόβλημα είναι ότι στις επιχειρήσεις μεγάλης ανάπτυξης, ο ισολογισμός δεν εξηγεί επαρκώς την κατάσταση των επιχειρήσεων, γιατί επικεντρώνεται κυρίως στις αξίες του ενεργητικού και δεν αναλύει το βασικότερο συστατικό της αξίας μιας επιχείρησης που είναι ο μελλοντικός ρυθμός ανάπτυξης. Το πρόβλημα γίνεται ακόμα μεγαλύτερο στις επιχειρήσεις που επενδύουν στην έρευνα, καθότι ο ισολογισμός τους δεν περιλαμβάνει στο ενεργητικό τους το κομμάτι της έρευνας και την προσδοκώμενη αξία που θα δώσει στην επιχείρηση.

Υπάρχουν τρεις βασικοί τρόποι υπολογισμού του ρυθμού ανάπτυξης μιας επιχείρησης.

Ο πρώτος τρόπος είναι η ανάπτυξη της επιχείρησης σύμφωνα με τα παρελθόντα κέρδη της, δηλαδή να υπολογίσουμε τον ιστορικό ρυθμό ανάπτυξης. Με άλλα λόγια, εξετάζεται η ταχύτητα με την οποία έχουν αναπτυχθεί οι λειτουργίες της επιχείρησης στο πρόσφατο παρελθόν με βάση τα σχετικά έσοδα ή κέρδη. Ο ρυθμός αυτός είναι συνήθως χρήσιμη εισροή όταν αποτιμούμε σταθερές επιχειρήσεις και απλά μεταφέρει πληροφορίες που ενδέχεται να είναι πολύτιμες όταν κάνουμε εκτιμήσεις για το μέλλον. Παρόλα αυτά, η εφαρμογή του ιστορικού ρυθμού ανάπτυξης και ο υπολογισμός του δημιουργεί κινδύνους και περιορισμούς σε επιχειρήσεις με μεγάλο ρυθμό ανάπτυξης, για το λόγο ότι δεν μπορεί να αποτελέσει εκτίμηση της προβλεπόμενης μελλοντικής ανάπτυξης.

Ο δεύτερος τρόπος είναι να ακολουθήσουμε τους αναλυτές μετοχικών επενδύσεων, οι οποίοι μεταξύ άλλων παρακολουθούν συστηματικά τις επιχειρήσεις και τις αποτιμούν. Βεβαίως η ανάλυση διαφέρει από αναλυτή σε αναλυτή. Αυτό προκύπτει από τις μεθόδους που χρησιμοποιεί ο κάθε αναλυτής αλλά και ο λόγος που θέλει να υπολογίσει τον ρυθμό ανάπτυξης μιας εταιρίας. Συγκεκριμένα αν οριστεί ένας αναλυτής από την πλευρά μιας εταιρίας που θέλει να εξαγοράσει μια τρίτη προφανώς ο ρυθμός ανάπτυξης που θα δώσει σαν αποτέλεσμα της ανάλυσης του θα είναι

μικρότερος από αυτόν που θα έδινε η ίδια εταιρία αν κάνει την ίδια διαδικασία για λογαριασμό της.

Ο αριθμός των αναλυτών που παρακολουθούν τις επιχειρήσεις ποικίλλει μεταξύ των επιχειρήσεων. Υπάρχουν πολλά παραδείγματα επιχειρήσεων που παρακολουθούνται από πολλούς αναλυτές, αλλά στον αντίποδα υπάρχουν και αρκετές επιχειρήσεις που δεν παρακολουθούνται από κανέναν αναλυτή. Αυτό εξαρτάται από το ενδιαφέρον που υπάρχει στην αγορά για την εν λόγω εταιρεία.

Το ενδιαφέρον των αναλυτών κυρίως επικεντρώνεται σε τρεις προσδιοριστικούς παράγοντες: στην κεφαλαιοποίηση( market capitization), στη συμμετοχή θεσμικών επενδυτών στο μετοχικό κεφάλαιο(institutional holding) και τέλος στον όγκο των συναλλαγών(trading volume).

Είναι φυσικό πως όσο μεγαλύτερη είναι η κεφαλαιοποίηση μιας επιχείρησης και όσο μεγαλύτερο είναι το ποσοστό των μετοχών που ανήκει σε θεσμικούς επενδυτές, τόσο πιθανότερο είναι η συγκεκριμένη επιχείρηση να παρακολουθείται από αναλυτές. Επιπλέον όμως, για το λόγο ότι οι θεσμικοί επενδυτές είναι οι μεγαλύτεροι πελάτες των αναλυτών, συμβαίνει το φαινόμενο και οι αναλυτές να παρακολουθούν τους θεσμικούς επενδυτές και το αντίστροφο. Ακόμα, μια ενδεχόμενη σύσταση των αναλυτών για αγοραπωλησία μετοχών που έχουν ρευστότητα( αφού κυρίως τέτοιου είδους μετοχές παρακολουθούν), μπορεί να οδηγήσει και να συντελέσει στην αύξηση του όγκου των συναλλαγών. Είναι λογικό ότι οι προβλέψεις ανάπτυξης των αναλυτών είναι πιο αντιπροσωπευτικές σε σχέση με αυτές που προκύπτουν από την εφαρμογή ιστορικών ρυθμών ανάπτυξης. Αυτό εξηγείται από το γεγονός ότι οι αναλυτές, πέρα από την πρόσβαση στα ιστορικά δεδομένα, μπορούν να αναλύουν και πληροφορίες που έχουν προκύψει από την επιχείρηση σχετικά με τα κέρδη τους. Με αυτόν τον τρόπο επιτυγχάνουν να εξαγάγουν χρήσιμα συμπεράσματα και να εκτιμήσουν τις αναμενόμενες ταμιακές ροές και έτσι να προβλέψουν κατά ένα μεγάλο ποσοστό την μελλοντική ανάπτυξη. Παρόλα αυτά ,όμως, η ποιότητα των εκτιμήσεων των αναλυτών θεωρείται χαμηλή όταν μιλάμε για μεγάλες περιόδους και αν βασιστούμε σε αυτές τις εκτιμήσεις , ενδέχεται να οδηγηθούμε σε διαστρεβλωμένες εκτιμήσεις της αξίας.

Ο τρίτος και τελευταίος τρόπος είναι να υπολογίσουμε το ρυθμό ανάπτυξης με βάση τα θεμελιώδη στοιχεία μιας επιχείρησης. Ο ρυθμός ανάπτυξης μιας επιχείρησης ουσιαστικά καθορίζεται από το ύψος των επανεπενδύσεων σε νέα ενεργητικά στοιχεία, την ποιότητα αυτών των επανεπενδύσεων, αλλά και το ρυθμό επανεπενδύσεων. Συνεπώς, συνεκτιμώντας εισροές και στοιχεία όπως κτίρια,

μηχανήματα, δίκτυα διανομής, εξαγορές επιχειρήσεων, υπολογίζουμε το ρυθμό ανάπτυξης μιας επιχείρησης. Σε γενικές γραμμές οι προσδιοριστικοί παράγοντες του θεμελιώδους ρυθμού ανάπτυξης είναι ίδιοι για όλες τις επιχειρήσεις. Εντούτοις, και σε αυτήν την περίπτωση, όταν ασχολούμαστε με επιχειρήσεις μεγάλης ανάπτυξης, οι υπολογισμοί αυτοί δεν μπορούν να είναι απόλυτα ακριβείς.

## **2.6 Προεξόφληση Ελεύθερων Ταμιακών Ροών Στην Εταιρία ( Discounted Free Cash Flow To Firm)-Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (WACC)**

Το μοντέλο εκτίμησης των Προεξοφλημένων Ταμιακών Ροών αποτελεί την πιο διαδεδομένη μέθοδο αποτίμησης των εταιριών. Συμφώνα με αρκετούς αναλυτές αλλά και συμβούλους επιχειρήσεων η μέθοδος αυτή αποτελεί την πιο αξιόπιστη καθότι μπορεί να χρησιμοποιηθεί από μια πληθώρα ενδιαφερόμενων μερών. Η μέθοδος αυτή ενδείκνυται γιατί εξετάζει την επιχείρηση «δυναμικά», αναλύοντας την απόδοση της κατά την διάρκεια των χρόνων και εξετάζοντας τη δυνατότητά της να δημιουργεί ταμιακά διαθέσιμα. Έτσι, η μέθοδος της προεξόφλησης των ταμιακών ροών ορίζει την αξία μιας επιχείρησης ως την αξία των προεξοφλημένων μελλοντικών ταμιακών ροών της.

Αναλυτικότερα η μέθοδος των Προεξοφλημένων Ελεύθερων Ταμιακών Ροών βασίζεται στην παραδοχή ότι η αξία μιας επιχείρησης προκύπτει από την προεξόφληση των μελλοντικών ταμιακών ροών που παράγει μέσω της καθημερινής και συνεχούς λειτουργίας της. Για την εφαρμογή της μεθόδου καταρτίζονται Ισολογισμοί, Καταστάσεις Αποτελεσμάτων Χρήσης και Καταστάσεις Ταμιακών Ροών με βάση τις προβλέψεις διαφόρων μεγεθών (π.χ. πωλήσεων, επενδύσεων κλπ) για την προσεχή πενταετία. Ανάλογα με τη δραστηριότητα, της Εταιρείας που πρόκειται να αποτιμηθεί υπάρχουν κυρίως δύο βασικοί μέθοδοι: α) Η προεξόφληση ελεύθερων ταμιακών ροών προς το σύνολο της Εταιρείας (Free Cash Flows to the Firm) β) προς τους μετόχους (Free Cash Flows to Equity).

Ως ελεύθερες ταμιακές ροές προς την εταιρεία ορίζονται οι ροές που απομένουν αφού καλυφθούν οι ανάγκες σε κεφάλαια κίνησης, σε επενδύσεις, σε πάγιο εξοπλισμό καθώς και σε χρηματοοικονομικές επενδύσεις και συμμετοχές. Στην περίπτωση των ελεύθερων ταμιακών ροών προς τους μετόχους θα πρέπει να

καλυφθούν επιπλέον των ανωτέρω οι τόκοι και η εξόφληση των δανείων της εταιρείας.

Για τον υπολογισμό των ροών απαιτούνται επομένως επιμέρους αναλύσεις τόσο των εσόδων, εξόδων και των κεφαλαιουχικών επενδύσεων όσο και της κεφαλαιακής δομής και των αναγκών σε κεφάλαιο κίνησης της Εταιρείας. Η ανάλυση εσόδων περιλαμβάνει πρόβλεψη εσόδων από τις πωλήσεις των προϊόντων της Εταιρείας. Σε αυτή την ανάλυση λαμβάνονται υπόψη οι εξελίξεις της αγοράς, οι συνθήκες ανταγωνισμού, οι μεταβολές του νομικού πλαισίου λειτουργίας τους και αρκετοί άλλοι παράγοντες που συνυπολογίζονται ανά περίπτωση.

Η ανάλυση κεφαλαιουχικών επενδύσεων περιλαμβάνει επί μέρους αναλύσεις του ελάχιστου απαιτούμενου κεφαλαίου κίνησης, των προϋπολογιζόμενων εξόδων για επενδύσεις κεφαλαίου κλπ. Η ανάλυση κεφαλαιακής δομής περιλαμβάνει επί μέρους αναλύσεις της παρούσας δομής κεφαλαίου και του κόστους κεφαλαίου όπως καθορίζεται από το κόστος κάθε επιμέρους στοιχείου του κεφαλαίου (δάνεια, ίδια κεφάλαια κλπ) και από τους αντίστοιχους παράγοντες συστηματικού και μη συστηματικού κινδύνου. Η εξίσωση που μας δίνει τις Ελεύθερες Ταμιακές Ροές προς την Εταιρεία είναι η παρακάτω:

$$FCFF = EBIT (1 - \text{tax rate}) + \text{Depreciation} - \text{Capital Expenditure} - \Delta \text{Working Capital}$$

Με βάση τα αποτελέσματα των παραπάνω αναλύσεων, διενεργείται πρόβλεψη των ελεύθερων ταμιακών ροών που προκύπτουν από τη λειτουργία της επιχείρησης για το χρονικό ορίζοντα που προκαθορίστηκε και οι οποίες προεξοφλούνται με το κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο.

Το προεξοφλητικό αυτό επιτόκιο εκφράζει είτε το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίων της εταιρείας (Μ.Σ.Κ.Κ.) στην περίπτωση των ελεύθερων ταμιακών ροών προς το σύνολο της εταιρείας, είτε το κόστος των ιδίων κεφαλαίων στην περίπτωση των ελεύθερων ταμιακών ροών προς τους μετόχους. Επιπρόσθετα, υπολογίζεται η παρούσα αξία των ελεύθερων ταμιακών ροών που ακολουθούν μετά από το τέλος του χρονικού διαστήματος για το οποίο γίνονται οι προβλέψεις (υπολειμματική αξία).

Η τελική αξία της Εταιρείας προκύπτει από την άθροιση των προεξοφλημένων ταμιακών ροών της περιόδου πρόβλεψης και της υπολειμματικής αξίας της Εταιρείας κατά την ημερομηνία αποτίμησης. Η αξία των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας προκύπτει εάν από την αξία της εταιρείας αφαιρεθεί η αγοραία αξία των

υφιστάμενων δανείων της εταιρείας κατά την ημερομηνία αποτίμησης. Ο υπολογισμός της υπολειμματικής αξίας περιλαμβάνει τον προσδιορισμό της ταμειακής ροής που παράγει η εταιρεία μετά το τέλος της περιόδου για την οποία γίνονται συγκεκριμένες προβλέψεις και μπορεί να υπολογιστεί με διάφορους τρόπους. Για την μέθοδο προεξόφλησης των Ελεύθερων ταμιακών ροών προς την επιχείρηση (FCFF) χρησιμοποιείται το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίων (ιδίων και δανειακών) ΜΣΚΚ (WACC). Στη περίπτωση αυτή χρησιμοποιείται το ΜΣΚΚ διότι αναφέρεται στο συνολικό κόστος κεφαλαίων μετόχων και δανειστών. Για την μέθοδο προεξόφλησης Ελεύθερων ταμιακών ροών προς τους μετόχους της επιχείρησης χρησιμοποιείται το κόστος των ιδίων κεφαλαίων. Το κόστος μετοχικού κεφαλαίου εκφράζει την ελάχιστη απόδοση που θα απαιτούσε ένας επενδυτής προκειμένου να αποκτήσει μετοχές στην εταιρεία. Το κόστος αυτό εκτιμήθηκε με το Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων (Capital Asset Pricing Model ή «CAMP») βάση της ακόλουθης σχέσης:

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

Όπου:

$K_e$  : το κόστος μετοχικού κεφαλαίου της Εταιρείας

$R_f$  : η απόδοση μηδενικού (άνευ) κινδύνου

$B$  : ο συντελεστής κινδύνου  $\beta$  (beta coefficient)

$R_m - R_f$  : η προσαύξηση κινδύνου κεφαλαιαγοράς

Η μέθοδος CAPM είναι από τις πιο διαδεδομένες και επιστημονικά τεκμηριωμένες μεθόδους υπολογισμού προεξοφλητικού επιτοκίου για την αποτίμηση επιχειρήσεων. Η σημαντικότερη συνέπεια του υποδείγματος είναι ότι συνδέει την αναμενόμενη απόδοση ενός περιουσιακού στοιχείου με ένα μέγεθος κινδύνου του περιουσιακού στοιχείου, γνωστού ως συντελεστή βήτα (beta coefficient), ο οποίος εκφράζει τον κίνδυνο της συνδιακύμανσης ενός χρεογράφου με το χαρτοφυλάκιο της αγοράς. Η αξία του Υποδείγματος Αποτίμησης Περιουσιακών στοιχείων έγκειται στο ότι είναι ένα, απλό στη χρήση του, εργαλείο που προσφέρει ισχυρές και διαισθητικές προβλέψεις για τον τρόπο μέτρησης του κινδύνου και τη σχέση του με την αναμενόμενη απόδοση.

Ειδικότερα, για την εκτίμηση του κόστους κεφαλαίου γίνονται ορισμένες παραδοχές σχετικά με τους παράγοντες κινδύνου και την αναμενόμενη απόδοση της επιχείρησης, οι οποίες περιγράφονται στη συνέχεια. Απόδοση Άνευ Κινδύνου ( $R_f$ ) Ως απόδοση άνευ κινδύνου θεωρείται η ελάχιστη άνευ κινδύνου απόδοση την οποία θα απαιτούσε ένας λογικός επενδυτής από μία επένδυση για παραδειγμά σε Ομολόγα του Γερμανικού κράτους. Προσαύξηση Κινδύνου Κεφαλαιαγοράς ( $R_m$ ). Σύμφωνα με την οικονομική θεωρία, ένας επενδυτής που τοποθετεί τα κεφάλαιά του σε μετοχές μιας εταιρείας μπορεί δικαιολογημένα να απαιτεί μια αυξημένη απόδοση σε σχέση με αυτή των ανωτέρω κρατικών ομολόγων ή άλλης επένδυσης μηδενικού κινδύνου, ως αποζημίωση για το υψηλότερο ρίσκο που αναλαμβάνει. Η ποσοτικοποίηση της διαφοράς αυτής είναι γνωστή ως προσαύξηση κινδύνου κεφαλαιαγοράς ( $R_m$ ). Η προσαύξηση κινδύνου κεφαλαιαγοράς εξαρτάται από πολλούς παράγοντες, ο σημαντικότερος εκ των οποίων σχετίζεται με τις αποδόσεις του συνόλου της κεφαλαιαγοράς και τη γενικότερη κατάσταση της οικονομία. Σε σχέση με την μέτρηση του κινδύνου που αναλαμβάνει ένας επενδυτής, τοποθετώντας τα κεφάλαιά του στις μετοχές μιας εταιρείας, απαιτείται επιπλέον προσαρμογή στον υπολογισμό του κόστους κεφαλαίου η οποία εκφράζεται από τον συντελεστή βήτα ( $\beta$ ). Ο συντελεστής  $\beta$  ενσωματώνει στο κόστος μετοχικού κεφαλαίου παράγοντες κινδύνου που σχετίζονται με τον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείται μία εταιρεία. Ειδικότερα, ο εν λόγω συντελεστής αποτελεί ένα στατιστικό μέτρο ποσοτικής απεικόνισης του κινδύνου μιας επένδυσης σε σχέση με την αγορά στο σύνολό της, καθώς υποδηλώνει την ευαισθησία της απόδοσης μιας συγκεκριμένης μετοχής στις διακυμάνσεις της αγοράς. Συγκεκριμένα, συντελεστής  $\beta$  μεγαλύτερος της μονάδας ( $>1$ ) αποτελεί ένδειξη ότι η επένδυση εμπεριέχει μεγαλύτερο κίνδυνο από ότι η αγορά στο σύνολό της, ενώ συντελεστής  $\beta$  μικρότερος της μονάδας ( $<1$ ) αναμένει απόδοση μεγαλύτερη από την απόδοση μιας μετοχής με μικρότερο κίνδυνο

Η εταιρία η οποία αναπτύσσεται με σταθερό ρυθμό ανάπτυξης μπορεί να αποτιμηθεί με τον παρακάτω τύπο:

$$\text{Value of Firm} = \frac{\Sigma \text{FCFF1}}{\text{WACC} - g_n}$$

- FCFF1 = Αναμενόμενες Ελευθερες Ταμιακές Ροές προς την Εταιρία για τα επόμενα έτη (Expected FCFF next year )
- WACC = Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίων (Weighted average cost of capital )



- $g_n$  = Ρυθμός αναπτύξης σταθερός για πάντα

Το μοντέλο όμως μπορεί να προσαρμοστεί και να γραφτεί ως η παρούσα αξία των αναμενόμενων ταμιακών ροών. Ο τύπος υπολογισμού είναι ο παρακάτω:

$$\text{Value of Firm} = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{\text{FCFF}_t}{(1+WACC)^t}$$

- $\text{FCFF}$  = Αναμενόμενες Ελευθερες Ταμιακές Ροές προς την Εταιρία για τα επόμενα έτη
- $\text{WACC}$  = Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίων (Weighted average cost of capital)

Αν η εταιρία αρχίσει να αναπτύσσεται μετά από κάποια χρόνια με σταθερό ρυθμό αναπτύξης ( $g_n$ ) ο τύπος θα μετατραπεί :

$$\text{Value of Firm} = \sum_{t=0}^n \frac{\text{FCFF}_t}{(1+WACC)^t} + \frac{[\text{FCFF}_{n+1}/(\text{WACC} - g_n)]}{(1+WACC)^n}$$

## 2.7 Προεξόφληση Ελεύθερων Ταμιακών Ροών Στον Μέτοχο ( Discounted Free Cash Flow To Equity)

Στο υπόδειγμα ελεύθερων ταμιακών ροών στο μέτοχο ορίζουμε τις ταμιακές ροές στο μέτοχο ως τις ταμιακές ροές που απομένουν μετά από την εξυπηρέτηση όλων των χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων (συμπεριλαμβανομένου και των πληρωμών των δανείων), μετά από την κάλυψη όλων των επενδυτικών δραστηριοτήτων της επιχείρησης και μετά την κάλυψη των αναγκών σε απασχολούμενο κεφάλαιο. Αρχικά θα πρέπει να αναφέρουμε ότι οι τυχόν δαπάνες κεφαλαίου, που προορίζονται για εξαγορές, αφαιρούνται από το καθαρό εισόδημα, δεδομένου ότι αποτελούν ταμιακές εκροές. Αντίθετα οι αποσβέσεις προστίθενται γιατί δεν επιβαρύνουν τις ταμιακές ροές. Η διαφορά μεταξύ κεφαλαιουχικών εξόδων και αποσβέσεων λογίζεται σαν καθαρές κεφαλαιουχικές δαπάνες και σύνηθως είναι χαρακτηριστικό της ανάπτυξης των επιχειρήσεων. Επιπλέον σημαντικό είναι να αναφέρουμε ότι οι αυξήσεις του κεφαλαίου κίνησης μειώνουν το κεφάλαιο κίνησης ενώ αντίστροφα οι μειώσεις το αυξάνουν. Τέλος, οι επενδυτές ιδίων κεφαλαίων πρέπει επίσης να εξετάσουν την επίδραση των μεταβολών στα επίπεδα του χρέους για τις ταμιακές

ροές τους. Λαμβανομένων υπόψη των επιδράσεων των ταμιακών ροών της καθαρών κεφαλαιουχικών δαπανών, τις αλλαγές στο κεφάλαιο κίνησης και καθαρές μεταβολές των χρεών για τους επενδυτές ιδίων κεφαλαίων, μπορούμε να ορίσουμε τις ταμειακές ροές που έχουν απομείνει μετά από αυτές τις αλλαγές ως ελεύθερες ταμειακές ροές προς ίδια κεφάλαια (FCFE)(damodaran). Οι ελεύθερες Ταμειακές Ροές(FCFE) προκύπτουν από τον παρακάτω τύπο.

$$\text{Free Cash Flow to Equity (FCFE)} = \text{Net Income} - (\text{Capital Expenditures} - \text{Depreciation}) - (\text{Change in Non-cash Working Capital}) + (\text{New Debt Issued} - \text{Debt Repayments})$$

Free Cash Flow to Equity (FCFE): Ελεύθερες Ταμειακές Ροές στον Μέτοχο

όπου

Net Income : Καθαρά Έσοδα

Capital Expenditures : Επενδυτικά Έξοδα)

Working Capital : Κεφάλαιο Κίνησης

New Debt Issued= Έκδοση Νέου Δανείου

Debt Repayments: Αποπληρωμή δανείων

Συνεπώς οι καθαρές ταμιακές ροές στο μέτοχο είναι οι υπολειμματικές ταμειακές ροές που απομένουν μετά την πληρωμή τόκων και τις πληρωμές προς τα αρχικά κεφάλαια της επιχείρησης (ίδια και ξένα) και μετά την εξυπηρέτηση των λειτουργικών και επενδυτικών δραστηριοτήτων της επιχείρησης με τέτοιο τρόπο ώστε να συντηρούνται επαρκώς τα υφιστάμενα στοιχεία ενεργητικού της επιχείρησης και να επιτρέπεται η αγορά νέων στοιχείων ενεργητικού, στοιχείων απαραίτητων για μελλοντική ανάπτυξη.

Παρούσα Αξία

Ακολουθώντας τη μεθοδολογία με τον τύπο της παρούσας αξίας μερισμάτων και συγκεκριμένα χρησιμοποιώντας το μοντέλο του Gordon μπορούμε να ορίσουμε την παρούσα αξία. Συγκεκριμένα αν ορίσουμε σαν ρυθμό ανάπτυξης  $g$  μπορούμε να

προσαρμόσουμε τον τύπο της παρούσας αξίας για τις ελεύθερες ταμιακές ροές στον μέτοχο σύμφωνα με τον παρακάτω τύπο:

$$\text{Valueequity} = \text{FCFE}/(r-g)$$

Όπου ,

FCFE = οι ελεύθερες ταμιακές ροές της επόμενης περιόδου

r = προεξοφλητικό επιτόκιο ιδίων κεφαλαίων ή κόστος κεφαλαίου

g = ο ρυθμός ανάπτυξης των ελεύθερων ταμιακών ροών

Στο συγκεκριμένο μοντέλο θεωρούμε τον ρυθμό ανάπτυξης σταθερό στο διηνεκές, ο οποίος μακροπρόθεσμα δεν μπορεί να υπερβαίνει τον ρυθμό ανάπτυξης του ΑΕΠ. Η συγκεκριμένη υπόθεση πρέπει να διακρίνεται από ορισμένα χαρακτηριστικά. Πιο συγκεκριμένα οι καθαρές επενδύσεις δεν πρέπει να είναι, σε σχέση με τις αποσβέσεις, δυσανάλογα μεγάλες. Για να προβούμε σε ασφαλείς αποτιμήσεις με το υπόδειγμα καθαρών ταμιακών ροών στο μέτοχο, είναι προτιμότερο οι καθαρές επενδύσεις να είναι μικρότερες από τις αποσβέσεις. Επιπλέον πρέπει η επιχείρηση να διακρίνεται από μέτριο κίνδυνο. Αυτό σημαίνει ότι, εάν χρησιμοποιηθεί το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων, ο συντελεστής β της επιχείρησης δεν πρέπει να είναι σημαντικά διαφορετικός από τη μονάδα.

### **Ανάπτυξη με δυο διαφορετικούς ρυθμούς ανάπτυξης.**

Το παραπάνω μοντέλο μπορεί να προσαρμοστεί και να συμπεριλάβει την ανάπτυξη της μιας εταιρείας σε δυο φάσης. Για παράδειγμα στη πρώτη φάση ο ρυθμός ανάπτυξης να είναι μεγαλύτερος και στη δεύτερη φάση μικρότερος. Ο τρόπος υπολογισμού για το μοντέλο των δυο φάσεων από την παρακάτω εξίσωση:

$$\text{Vequity} = \sum \text{FCFE}_t / (1+r)^t + \text{V}_n / (1+r)^n$$

Όπου  $\text{V}_n$  είναι η παρούσα αξία των ταμιακών ροών της 2ης φάσης . (S 45)

Εάν ο ρυθμός ανάπτυξης των ταμιακών ροών της 1ης φάσης είναι  $g_1$  και της σταθερής μακράς περιόδου  $g_2$  τότε το  $\text{V}_n$  μπορεί να γραφτεί:

$$V_n = \text{FCFE}_{n+1} / (r - g)$$

## 2.8 Προεξόφληση Ταμιακών Ροών Αναπροσαρμοσμένης Παρούσας Αξίας ( Adjusted Present Value)

Η μέθοδος της αναπροσαρμοσμένης παρούσας αξίας( APV) εισάγει την έννοια της εκτίμησης της αξίας μιας επιχείρησης όχι μόνο βασιζόμενη στα ίδια κεφάλαια, αλλά και στη χρηματοδότηση της από δανειακά κεφάλαια. Πιο συγκεκριμένα, για να εκτιμήσουμε την αξία μιας επιχείρησης (value of levered firm) , θα πρέπει να συνυπολογίσουμε δυο άξονες. Ο ένας είναι ο προσδιορισμός της αξίας των λειτουργικών της ταμιακών ροών μετά φόρων, αν υποθέσουμε ότι η χρηματοδότηση της στηρίζεται μόνο σε ίδια κεφάλαια και ο δεύτερος είναι να υπολογίσουμε τη φορολογική ωφέλεια και γενικότερα την επίδραση που μπορεί να έχει στην επιχείρηση η χρηματοδότησή της με δανειακά κεφάλαια.

Με βάση τα παραπάνω, προκύπτει ο τύπος:

Value of levered firm = Value of unlevered firm + PV of tax benefits – PV of expected bankruptcy costs

Αναλύοντας το δεύτερο μέρος της εξίσωσης, προκύπτουν τα εξής:

Value of unlevered firm =  $\text{FCFF}_0 (1+g) / (k_u - g)$  ,

Όπου

FCFF<sub>0</sub>: οι καθαρές ταμιακές ροές προς την εταιρεία

K<sub>u</sub> : το κόστος μετοχικού κεφαλαίου με μη μοχλευμένο βήτα και

g : ο ρυθμός ανάπτυξης

Σε πιθανή χρησιμοποίηση λοιπόν δανειακών κεφαλαίων από μια επιχείρηση, προκύπτει και φορολογική ωφέλεια για αυτή. Αυτό συμβαίνει, γιατί μειώνεται το φορολογητέο της εισόδημα στο τέλος κάθε οικονομικής χρήσης εξαιτίας των τόκων που αφαιρούνται από αυτό. Έτσι, αυτό έχει σαν αποτέλεσμα, να πληρώνει η εταιρεία

χαμηλότερους φόρους για όσο διάστημα χρησιμοποιούνται αυτά τα δανειακά κεφάλαια.

Άρα ισχύει:

$$PV \text{ of tax benefits} = \text{Tax Rate} * \text{Debt}$$

Τέλος θα πρέπει οπωσδήποτε να υπολογίσουμε και την παρούσα αξία των εξόδων χρεωκοπίας που ενδέχεται να προκύψει σε συνθήκες δανεισμού. Ο υπολογισμός του κόστους μιας ενδεχόμενης χρεωκοπίας λογίζεται και με βάση την βιβλιογραφία σαν εξαιρετικά δύσκολος. Τα έξοδα αυτά μπορεί να είναι άμεσα, ωστόσο το μεγαλύτερο ποσοστό κατέχει η κατηγορία των εμμέσων εξόδων, ένα ποσοστό το οποίο μπορεί να φτάσει ως και το 30% της αξίας της επιχείρησης.

Υπάρχουν δύο βασικοί τρόποι με τους οποίους η πιθανότητα πτώχευσης μπορεί να εκτιμηθεί έμμεσα. Η μία είναι να εκτιμηθεί μια αξιολόγηση των ομολόγων, σε κάθε επίπεδο του χρέους και να χρησιμοποιήσουμε τις εμπειρικές εκτιμήσεις των πιθανοτήτων αθέτησης για κάθε αξιολόγηση. Η άλλη προσέγγιση είναι να χρησιμοποιήσετε μια στατιστική προσέγγιση, όπως ένα probit, για την εκτίμηση της πιθανότητας αθέτησης, με βάση παρατηρήσιμα χαρακτηριστικά της επιχείρησης, σε κάθε επίπεδο του χρέους<sup>4</sup>.

Το κόστος πτώχευσης μπορεί να εκτιμηθεί και σύμφωνα με μελέτες που έχουν εξετάσει το μέγεθος αυτού του κόστους σε πραγματικές πτωχεύσεις. Θα ποικίλλουν όμως μεταξύ των επιχειρήσεων, ανάλογα με το μέγεθος των έμμεσων δαπανών πτώχευσης. Συνδυάζοντας τα αποτελέσματα της Warner στο άμεσο κόστος πτώχευσης και Shapiro σε έμμεσο κόστος πτώχευσης μπορεί να παρέχει ένα μέτρο του συνολικού κόστους πτώχευσης που αντιμετωπίζουν οι επιχειρήσεις.

Αν χρησιμοποιήσουμε και κάποιες στατιστικές μεθόδους για να υπολογίσουμε την πιθανότητα χρεωκοπίας, τότε προκύπτει τελικά το εξής:

$$PV \text{ of expected bankruptcy costs} = \text{Probability of Bankruptcy} * PV \text{ of bankruptcy costs}$$

---

<sup>4</sup> [http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New\\_Home\\_Page/AppldCF/derivn/ch8deriv.html](http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/AppldCF/derivn/ch8deriv.html)

## 2.9. Market value added-Αξία επιχείρησης (Προστιθέμενη αξία της αγοράς)

Ως ορισμός της αξίας της επιχείρησης θεωρείται το άθροισμα της αξίας των υφιστάμενων ενεργητικών στοιχείων της συν την αξία της προβλεπόμενης μελλοντικής της ανάπτυξης. Άρα ισχύει γενικά ότι:

Αξία επιχείρησης = Αξία υπάρχοντος ενεργητικού + Αξία ανάπτυξης

Αυτό ουσιαστικά προκύπτει αν προσθέσουμε την αξία του επενδυμένου κεφαλαίου, την παρούσα αξία της EVA που συσσωρεύει το υπάρχον κεφάλαιο και την προβλεπόμενη παρούσα αξία της EVA που θα συγκεντρωθεί από επενδύσεις που θα γίνουν στο μέλλον. Δηλαδή:

$$V = \text{Capital invested} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{EVA}_t}{(1+WACC)^t} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\text{EVA}_t}{(1+WACC)^t}$$

Μια επιχείρηση αξίζει όσο και το επενδυμένο κεφάλαιο της, όταν η απόδοση αυτού του επενδυμένου κεφαλαίου είναι ίση με το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου της. Συνεπώς, όσο μεγαλύτερη είναι η απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου σε σχέση με το μέσο σταθμικό κόστος, τόσο περισσότερο αξίζει αυτή η επιχείρηση από το επενδυμένο κεφάλαιο. Αντίθετα, όσο πιο μικρή είναι αυτή η απόδοση, τόσο λιγότερο αξίζει η επιχείρηση από το επενδυμένο κεφάλαιο.

Αν η αξία της επιχείρησης παραμένει αμετάβλητη, αυτό σημαίνει ότι δυο από τα μεγέθη του δεύτερου μέρους της εξίσωσης (1), το επενδυμένο κεφάλαιο και η παρούσα αξία της EVA λειτουργούν αντιστρόφως ανάλογα. Άρα, αν μειωθεί το επενδυμένο κεφάλαιο, τότε η παρούσα αξία της EVA θα αυξηθεί αναλογικά, έτσι ώστε η αξία της επιχείρησης να παραμένει σταθερή. Αυτό που συμβαίνει εντέλει είναι μια αναδιανομή της EVA.

Υπάρχουν φορές που υπάρχει ισχυρό κίνητρο από τα στελέχη για μείωση του επενδυμένου κεφαλαίου. Αυτό συμβαίνει ουσιαστικά για να παραχθεί αξία σε βάθος χρόνου. Αν δηλαδή αυτή η μείωση περιλαμβάνει διακοπή λειτουργίας κάποιων λειτουργικών μονάδων που δεν φέρουν κέρδη, τότε η ρευστοποίηση τους θα

οδηγήσει σε παραγωγή αξίας. Υπάρχουν όμως και περιπτώσεις που κάποιες προσπάθειες μείωσης κεφαλαίου δεν παράγουν τελικά αξία, διότι είναι εικονικές σε σχέση με την επίδραση τους στο επενδυμένο κεφάλαιο. Ένα χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι η μίσθωση και όχι η αγορά περιουσιακών στοιχείων από επιχειρήσεις προκειμένου να χρησιμοποιηθεί μικρότερο κεφάλαιο.

Σημαντικό επίσης είναι να μην υπολογίζεται η EVA ανά τμήμα κάθε εταιρείας, αλλά συνολικά, για το λόγο ότι το κεφάλαιο που επενδύεται σε κάθε ένα από αυτά τα τμήματα δεν διανέμεται με αντικειμενικά κριτήρια, αλλά τις περισσότερες φορές με υποκειμενικά και μεροληπτικά. Έτσι, σε κάποια τμήματα, λαμβάνοντας υπόψη κάποια κριτήρια όπως έσοδα ή αριθμό εργαζομένων, κατανέμεται περισσότερο κεφάλαιο και αντίστοιχα σε κάποια άλλα λιγότερο. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα να μην γίνονται αμερόληπτες και αξιόπιστες στατιστικές αναλύσεις, διορθώσεις και προβλέψεις από τους αναλυτές της εκάστοτε εταιρείας.

Όταν τα στελέχη κρίνονται με βάση την EVA του παρόντος χρόνου, τότε αυτό που μετράει για αυτά είναι η EVA των παρόντων ενεργητικών στοιχείων. Επικεντρώνονται λοιπόν όπως είναι φυσικό στο παρόν και όχι στην αντίστοιχη EVA που θα υπάρχει στο μέλλον. Με αυτή τη λογική, η EVA στα πρώτα χρόνια ζωής της επιχείρησης είναι μεγαλύτερη σε σχέση με αυτήν που θα προέκυπτε αν τα στελέχη επικεντρωνόντουσαν και στο παρόν και στο μέλλον. Άρα, σε μια περίπτωση μείωσης της συνολικής αξίας μιας επιχείρησης, υπάρχει τελικά ισορροπία εξαιτίας της αναλογικά μεγαλύτερης EVA των πρώτων χρόνων. Αρκετές φορές, οι επιχειρήσεις, προκειμένου να εξασφαλίσουν μια ισορροπία και μια πιο δίκαιη κατανομή φροντίδας μεταξύ παρόντος και μέλλοντος, σχεδιάζουν μηχανισμούς αμοιβής στελεχών που παρέχουν μεγαλύτερη ασφάλεια και μικρότερο ρίσκο για αυτές. Για παράδειγμα, καταβάλλουν ένα μέρος της αμοιβής στο παρόν και το υπόλοιπο μετά από κάποια χρόνια, αφού έχει οριστικοποιηθεί η επίτευξη της μελλοντικής EVA.

Στο σημείο αυτό είναι σημαντικό να αναφέρουμε μια σημαντική διαφορά μεταξύ της μεθόδου της υπολλειματικής ταμιακής ροής προς την επιχείρηση και της μεθόδου της οικονομικής προστιθέμενης αξίας. Παρόλο που και οι δυο αυτές μέθοδοι καταλήγουν ουσιαστικά σε παρόμοιες εκτιμήσεις της αξίας μιας επιχείρησης, η μεν πρώτη είναι αποτελεσματική στην εκτίμηση στρατηγικών αναφορικά με τη μελλοντική ανάπτυξη και τον μακροχρόνιο πλούτο των μετόχων, ενώ η δεύτερη αφορά κυρίως εκτιμήσεις για βραχυχρόνια συσσώρευση πλούτου στους μετόχους.

Τέλος, αξίζει να αναφέρουμε και τη σχέση μεταξύ EVA και τρέχουσας τιμής των μετοχών. Γενικά, μια αύξηση της EVA, αν δεν υπάρχει μεγάλη επιρροή από τα

υπόλοιπα μεγέθη που συνθέτουν την αξία της επιχείρησης, οδηγεί σε μια αύξηση της αξίας αυτής. Ειδικά όμως, αυτή η αύξηση της EVA δεν συνεπάγεται απαραίτητα και αύξηση της τρέχουσας τιμής των μετοχών. Αυτό συμβαίνει, γιατί η αγορά προσαρμόζεται συνεχώς και σχετικά γρήγορα σε συνθήκες αύξησης της προβλεπόμενης EVA. Με άλλα λόγια, σε μια αναμενόμενη EVA για μια επιχείρηση, η αγορά προεξοφλεί την κατάσταση και έτσι εντάσσεται στην τρέχουσα τιμή της μετοχής. Σε γενικές γραμμές, λοιπόν, δεν υπάρχει συσχέτιση μεταξύ της EVA και των μεταβολών σε αυτήν και των αποδόσεων των μετοχών.

## 2.11. Residual income (Υπολειμματικά έσοδα)

Το μοντέλο των υπολειμματικών εσόδων προσπαθεί να προσαρμόσει τις μελλοντικές εκτιμήσεις για τα κέρδη της επιχείρησης, για να αντισταθμίσει το κόστος των ιδίων κεφαλαίων και να παρουσιάσει μια πιο ακριβή αξία της επιχείρησης. Παρά το γεγονός ότι η διανομή μερίσματος στους μετόχους δεν αποτελεί νομική υποχρέωση, όπως η επιστροφή στους κατόχους ομολόγων, προκειμένου να προσελκύσει επενδυτές οι επιχειρήσεις πρέπει να τους αποζημιώνει για την έκθεση του επενδυτικού κινδύνου.

Κατά τον υπολογισμό του μοντέλου των υπολειμματικών εσόδων μιας επιχείρησης ο σημαντικότερος παράγοντας είναι να καθοριστεί η επιβάρυνση των ιδίων κεφαλαίων της. Η επιβάρυνση της καθαρής θέσης είναι απλά σύνολο των ιδίων κεφαλαίων μιας επιχείρησης αν τα πολλαπλασιάσουμε με το απαιτούμενο ποσοστό επιβάρυνσης (επιτόκιο). Ο παρακάτω τύπος παρουσιάζει την εξίσωση επιβάρυνση της καθαρής θέσης.

$$\text{Equity Charge} = \text{Equity Capital} \times \text{Cost of Equity (investopedia)}$$

Για να υπολογίσουμε τώρα το μετοχικό κεφάλαιο θα πρέπει να επισημάνουμε ότι διαχωρίζεται σε δύο αξίες, την τρέχουσα λογιστική του αξία (Book Value) και την παρούσα αξία των αναμενόμενων υπολειμματικών εσόδων.

Έτσι η αξία της μετοχής γίνεται:

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

ή



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

Όπου,

$V_0$  = αξία της μετοχής σήμερα ( $t = 0$ )

$B_0$  = τρέχουσα λογιστική αξία μετοχής ανά μετοχή (current per-share book value of equity)

$B_t$  = αναμενόμενη λογιστική αξία μετοχής ανά μετοχή την χρονική στιγμή  $t$  (expected per-share book value of equity at any time  $t$ )

$r$  = αναμενόμενη απόδοση μετοχικού κεφαλαίου (cost of equity)

$E_t$  = αναμενόμενα έσοδα ανά μετοχή για την περίοδο  $t$  (expected EPS for period  $t$ )

$RIt$  = αναμενόμενο υπολειμματικό έσοδο ανά μετοχή

Άρα η αξία του μετοχικού κεφαλαίου είναι ένα άθροισμα ουσιαστικά του λογιστικού κεφαλαίου συν τα αναμενόμενα υπολειμματικά έσοδα.

Εάν θεωρήσουμε επίσης ότι ισχύει η σχέση της καθαρής συνάθροισης στο λογιστικό μετοχικό κεφάλαιο, όπου κάθε προσθήκη στο λογιστικό κεφάλαιο ισοδυναμεί με τα καθαρά έσοδα μείον τα αποδιδόμενα μερίσματα, αν δηλαδή θεωρήσουμε

$$B_t = B_{t-1} + D_t \quad (2),$$

τότε η εξίσωση (1), αν συμπεριληφθεί και η (2), γίνεται:

$$V_0 = B_0 + \sum_{t=1} ((ROE_t - r) * B_{t-1}) / (1+r)$$

όπου

ROE(Return on Equity) = απόδοση ιδίων κεφαλαίων

Συνεπώς, βλέπουμε ότι η αξία της μετοχής είναι η λογιστική της αξία συν την παρούσα αξία των αναμενόμενων υπολειμματικών αποδόσεων των ιδίων κεφαλαίων πέραν της αναμενόμενης απόδοσης.

### **2.12.1 Δείκτης Τιμής/Κέρδη (Price-to-Earnings per Share Multiple - P/E)**

Η αποτίμηση βάσει αυτού του πολλαπλασιαστή είναι από τις πιο διαδεδομένες μεθόδους αποτίμησης, σε αυτό συντελεί και η απλότητα του δείκτη. Ο δείκτης ορίζεται έχοντας ως αριθμητή την τρέχουσα αξία της μετοχής και ως παρονομαστή τα κέρδη ανά μετοχή, όπου και τα δυο στοιχεία αποτελούν μετοχικές αξίες. Συγκριμένα ο τύπος του δείκτη ορίζεται:

$$\text{Τιμή/Κέρδη} = \text{Τρέχουσα τιμή μετοχής} / \text{Κέρδη ανά μετοχή}$$

Το μεγαλύτερο μειονέκτημα του δείκτη είναι οι παραλλαγές των κερδών. Ιδιαίτερα στις επιχειρήσεις που παρουσιάζουν μεγάλη ανάπτυξη ο δείκτης μπορεί να είναι αρκετά διαφορετικός εξαρτώμενος από το είδος των κερδών ανά μετοχή που χρησιμοποιείται ως παρονομαστής. Επίσης σημαντικό είναι να αναφερθεί ότι όταν συγκρίνονται οι δείκτες διαφορετικών επιχειρήσεων είναι αρκετά δύσκολο να επιβεβαιωθεί ότι τα κέρδη αν μετοχή υπολογίζονται ομοιόμορφα μεταξύ των συγκεκριμένων επιχειρήσεων.

Βασικοί προσδιοριστικοί παράγοντες του δείκτη είναι οι παρακάτω:

- Ο χρόνος που λαμβάνονται υπόψη τα δεδομένα. Συγκρίνοντας διαχρονικά τον συντελεστή είναι δεδομένο ότι θα διαφέρει.
- Η αγορά (market) στην οποία τοποθετείται η συγκεκριμένη επιχείρηση επηρεάζει και το δείκτη.
- Ο κλάδος αντίστοιχά στον οποίο ανήκει η επιχείρηση.

Πιο συγκεκριμένα αν για παράδειγμα μια επιχείρηση έχει υψηλό ρυθμό ανάπτυξης, χαμηλό κίνδυνο και υψηλό δείκτη διανομής τότε ο δείκτης της εταιρείας τιμή προς κέρδη θα είναι υψηλός.

### **2.12.1.2 Δείκτης Τιμής / Κέρδη προς Ρυθμό Ανάπτυξης (Price-to-Earnings per Share Growth Multiple - PEG)**

Οι διαχειριστές χαρτοφυλακίων αλλά και οι αναλυτές συγκρίνουν τον δείκτη τιμή προς κέρδη με τον προβλεπόμενο ρυθμό ανάπτυξη προκειμένου να προσδιορίσουν κατά

πόσο μια μετοχή είναι υποτιμημένη ή υπερτιμημένη. Ουσιαστικά ο δείκτης αυτός χρησιμοποιείται ως μέτρο σχετικής αξίας, όπου μια χαμηλή αξία αποτελεί ένδειξη ότι η επιχείρηση είναι υποτιμημένη.

Η διαίρεση του δείκτη τιμής προς κέρδη δια τον προβλεπόμενο ρυθμό ανάπτυξης δίνει το δείκτη PEG. Δηλαδή,

Δείκτης PEG = Δείκτης τιμής προς κέρδη / Προβλεπόμενος ρυθμός ανάπτυξης

Είναι σημαντικό να τονίσουμε ότι επειδή υπάρχουν αρκετές παραλλαγές του δείκτη τιμής προς κέρδη, θα πρέπει κάθε φορά να αποφασίζεται ποια είναι η κατάλληλη παραλλαγή για να χρησιμοποιηθεί στο δείκτη. Η επιλογή εξαρτάται από τη βάση που χρησιμοποιήθηκε για τον υπολογισμό του ρυθμού ανάπτυξης. Με άλλα λόγια, αν ο προβλεπόμενος ρυθμός ανάπτυξης κερδών ανά μετοχή επηρεάζεται από τα τρέχοντα κέρδη, τότε ο δείκτης τιμής προς κέρδη πρέπει να είναι ο τρέχων δείκτης και το αντίθετο.

Στο σημείο αυτό θα πρέπει επίσης να επισημάνουμε ότι ο προθεσμιακός δείκτης τιμής προς κέρδη δεν γίνεται να χρησιμοποιηθεί στον υπολογισμό του δείκτη PEG, διότι αυτό μπορεί να οδηγήσει σε εσφαλμένο υπολογισμό της ανάπτυξης.

Από τον τύπο του δείκτη PEG, βγαίνει το συμπέρασμα ότι όσο ο ρυθμός ανάπτυξης αυξάνει, τόσο ο δείκτης PEG μειώνεται. Στην πραγματικότητα όμως αυτό που συμβαίνει είναι ότι μειώνεται αρχικά, αλλά στη συνέχεια αυξάνει και πάλι. Επομένως, η σχέση μεταξύ δεικτών PEG και ανάπτυξης σχηματίζει ένα "U", κάτι που σημαίνει γενικά ότι είναι αρκετά πολύπλοκη και ασαφής η σύγκριση των δεικτών PEG μεταξύ τους.

Εν κατακλείδι οι επιχειρήσεις που δείχνουν υποτιμημένες με βάση τη σύγκριση του δείκτη PEG μπορεί στη πραγματικότητα να είναι επιχειρήσεις με υψηλό κίνδυνο, υψηλότερη ανάπτυξη, ή χαμηλότερη απόδοση ιδίων κεφαλαίων και η αποτίμηση με βάση τον συγκεκριμένο δείκτη να είναι σωστή.

## 2.13 Μέθοδοι που βασίζονται σε Λογιστικά Δεδομένα

Οι μέθοδοι που βασίζονται σε Λογιστικά θεωρούν ότι η αξία μιας εταιρείας απεικονίζεται στον Ισολογισμό της. Πιο συγκεκριμένα βάση των μεθόδων αυτών, η αξία μιας επιχείρησης στηρίζεται στην αποτίμηση της αξίας των πάγιων περιουσιακών της στοιχείων. Ένα βασικό μειονέκτημα των μεθόδων αυτών είναι ότι οι υπολογισμοί στηρίζονται σε μια δεδομένη χρονική στιγμή. Αυτό σημαίνει ότι η πρόβλεψη της πιθανής μελλοντικής εξέλιξης της εταιρείας ή η διαχρονική αξία του χρήματος δεν λαμβάνονται υπόψη στους υπολογισμούς. Επιπλέον, οι μέθοδοι αυτοί δεν λαμβάνουν υπόψη τους άλλους παράγοντες οι οποίοι δεν συμπεριλαμβάνονται στις οικονομικές καταστάσεις, αλλά ασκούν σημαντική επίδραση στην αξία της, όπως η οικονομική κατάστασή της χώρας, ή τρέχουσα κατάσταση του κλάδου, ο ανταγωνισμός.

Οι βασικές μέθοδοι αυτής της κατηγορίας είναι: (α) Book value, (β) Adjusted book value, και (γ) Liquidation value

### 2.13.1 Book Value (Λογιστική αξία)

Σύμφωνα με τη μέθοδο της Λογιστικής αξίας, η αξία μιας επιχείρησης ισούται με το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων και αποθεματικών που εμφανίζονται στον Ισολογισμό της. Η αξία των ιδίων κεφαλαίων υπολογίζεται αφαιρώντας από το σύνολο του ενεργητικού, το σύνολο των υποχρεώσεων που εμφανίζονται στο παθητικό. Η αξία μιας επιχείρησης θα μπορούσε να εκφραστεί από το παρακάτω τύπο:

$$\text{Αξία επιχείρησης} = \text{Λογιστική αξία όλων των παγίων}$$

Η μέθοδος αυτή παρουσιάζει αρκετά μειονεκτήματα. Αρχικά η μέθοδος βασίζεται σε ιστορικά δεδομένα, συνεπώς δεν λαμβάνει υπόψη τα μελλοντικούς παραμέτρους που θα επηρεάσουν τα οικονομικά στοιχεία της εταιρείας αλλά και τον κίνδυνο. Επιπλέον, δεδομένου ότι βασίζεται σε λογιστικά στοιχεία όπως γίνεται εύκολα κατανοητό μπορούν πολύ εύκολα να παραποιηθούν συνεπώς το αποτέλεσμα της

αποτίμησης δεν είναι αξιόπιστο. Τέλος και ίσως πιο σημαντικό γεγονός είναι ότι, η λογιστική αξία σχεδόν ποτέ δεν συμπίπτει με την εμπορική αξία της επιχείρησης.

### **2.13.2 Adjusted Book Value (Αναπροσαρμοσμένη Λογιστική Αξία)**

Η μέθοδος της Αναπροσαρμοσμένης λογιστικής αξίας είναι μια μέθοδος αποτίμησης εταιρειών η οποία περιλαμβάνει τις εκτός προϋπολογισμού υποχρεώσεις και τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας τα οποία αναπροσαρμόζονται προκειμένου να απεικονίζουν την πραγματικά δίκαιη αξία τους. Το βασικό μειονέκτημα της μεθόδου είναι ότι μπορεί μια επιχείρηση να αξίζει περισσότερο από τα περιουσιακά στοιχεία της και τις υποχρεώσεις της αλλά επειδή αδυνατεί να εκτιμήσει τα άυλα περιουσιακά στοιχεία, ή κάποια άλλη ενδεχόμενη υποχρέωση να αποτιμάται με μικρότερη αξία. Με βάση τη μέθοδο αυτή η αξία της επιχείρησης μέσω του κόστους των συνολικών ιδίων κεφαλαίων συμπεριλαμβανομένων και των αποθεματικών της τελευταίας διαθέσιμης οικονομικής περιόδου, τα οποία όμως αναμορφώνονται σύμφωνα με τις παρατηρήσεις των ορκωτών ελεγκτών, όπως για παράδειγμα η αφαίρεση ενδεχόμενων αρνητικών υπεραξιών, προβλέψεων για επισφαλείς απαιτήσεις και αμφισβητούμενων οφειλών της εταιρείας. Το βασικό μειονέκτημα της είναι ότι δεν λαμβάνει υπόψη τα «άυλα» στοιχεία της εταιρείας, όπως το όνομα της εταιρείας στην αγορά, το δίκτυο πωλήσεων της, οι πατέντες κ.α. Η μέθοδος προσπαθεί καλύψει τα μειονεκτήματα των μεθόδων αποτίμησης που βασίζονται σε λογιστικά δεδομένα και να απεικονίσει την πραγματική αξία της εταιρείας.

### **2.13.3 Αξία Ρευστοποίησης (Liquidation Value)**

Η αξία ρευστοποίησης μιας επιχείρησης ορίζεται ως η αξία των στοιχείων του Ενεργητικού μιας εταιρείας που η αγορά θα ήταν διατεθειμένη να πληρώσει για να τα αποκτήσει, εάν αυτά πωλούνταν σήμερα. Πιο συγκεκριμένα η αξία ρευστοποίησης προκύπτει αν πωληθούν τα πάγια στοιχεία της επιχείρησης και εξοφληθούν όλες της οι υποχρεώσεις. Γενικά η μέθοδος αυτή μπορεί να χρησιμοποιηθεί σε εταιρείες που διαθέτουν πάγια περιουσιακά στοιχεία σημαντικής αξίας, τα οποία είναι διακριτά και μπορούν να πωληθούν ξεχωριστά. Συνήθως αφορά βιομηχανίες που διαθέτουν μεγάλο σε αξία πάγιο εξοπλισμό. Αντίθετα, ο προσδιορισμός της αξίας μιας εταιρείας που προσφέρει υπηρεσίες ή η επωνυμία της έχει μεγάλη αξία για παράδειγμα facebook είναι εξαιρετικά δύσκολο. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι τα περιουσιακά στοιχεία που σχετίζονται με το προϊόν είναι άυλα αλλά και είναι δύσκολο να τα διαχωρίσεις. Η αξία ρευστοποίησης υπολογίζεται με την αφαίρεση από τα

αναπροσαρμοσμένα συνολικά ίδια κεφάλαια των άμεσα ρευστοποιήσιμων εξόδων της επιχείρησης (π.χ. καταβολή αποζημιώσεων στο προσωπικό, φόρων, πληρωμή πιστωτών κ.α.). Είναι γεγονός ότι η χρησιμότητα της μεθόδου αυτής είναι περιορισμένη σε περιπτώσεις όπως η εξαγορά μιας επιχείρησης. Βέβαια σε αρκετές περιπτώσεις ο δυνητικός αγοραστής θέλει να γνωρίζει σε περίπτωση ρευστοποίησης των παγίων στοιχείων ποια θα ήταν η αξία τους. Είναι δεδομένο ότι η αξία μιας επιχείρησης που βρίσκεται σε λειτουργία είναι μεγαλύτερη από αυτή της ρευστοποίησης της.

## **2.14 Μέθοδος Υπολειμματικού κόστους αντικατάστασης & συγκριτικής αντικατάστασης παγίων και ακινήτων**

Σε περιπτώσεις εταιρειών οι οποίες είναι στο χώρο της βαριάς βιομηχανίας που συνεπάγεται ότι έχουν πολλά πάγια προκειμένου να αποτιμηθεί η εταιρεία θα πρέπει να συμπεριληφθεί και στη αξία της και η αξία των παγίων. Παρακάτω αναλύονται οι βασικές μέθοδοι αποτίμησης ακίνητης περιουσίας/παγίων.

### **Εφαρμογή Μεθόδου Υπολειμματικού Κόστους Αντικατάστασης**

Χρησιμοποιείται σε κάθε περίπτωση που δεν υπάρχει ενεργή αγορά ακινήτων ή/και τα προς εκτίμηση ακίνητα είναι ειδικής φύσης (λόγω θέσης, μεγέθους ή τεχνικών ή άλλων χαρακτηριστικών).

Η εφαρμογή της μεθόδου του υπολειμματικού κόστους αντικατάστασης είναι αποδεκτή για τον προσδιορισμό της Εύλογης Αξίας, αν και τονίζεται πως δεν στηρίζεται σε συγκριτικά στοιχεία δικαιπραξιών ή ζητούμενων τιμών ανάλογων ακινήτων.

Η χρήση του υπολειμματικού κόστους αντικατάστασης για την εκτίμηση της αξίας των εγκαταστάσεων, προϋποθέτει τον καθορισμό του πραγματικού σημερινού κόστους κατασκευής καινούριων αντίστοιχων εγκαταστάσεων, από το οποίο κόστος γίνονται κατόπιν όλες οι απαραίτητες μειώσεις λόγω φυσικής και λειτουργικής απαξίωσης. Ο προσδιορισμός της φυσικής και λειτουργικής απαξίωσης είναι κυρίως ηλικιακός, λαμβάνοντας όμως υπόψη την χρήση των κτιρίων. Στο εκτιμώμενο κόστος αντικατάστασης έκαστου κτιρίου συμπεριλαμβάνονται η κτιριολογική υποδομή και

όλες οι σταθερά συνδεδεμένες με αυτή εγκαταστάσεις (π.χ. σύστημα πυρόσβεσης με κινητούς πυροσβεστήρες και φωλιές, καλωδιώσεις και εγκαταστάσεις ασθενών ρευμάτων, κλιματισμός στα γραφεία κ.λπ) καθώς επίσης και το κόστος μελετών, αδειών, επίβλεψης και το εργολαβικό όφελος. Δεν περιλαμβάνεται ο Φ.Π.Α, λοιποί φόροι ή τυχόν επιχορηγήσεις. Σημειώνουμε ότι στο κόστος κατασκευής εμπεριέχονται μόνο οι κτιριακές εγκαταστάσεις (σκελετός, κολώνες κλπ) και όχι το κόστος του Η/Μ εξοπλισμού ο οποίος απαιτείται για τη παραγωγή. Επιπλέον ειδικά για τα χαλυβουργεία και τα ελασματοουργεία στο κόστος κατασκευής μονάδος δεν συμπεριλαμβάνονται οι ενισχυμένες κολώνες στο εσωτερικό τους οι οποίες υπολογίζονται ξεχωριστά ως ειδικές εγκαταστάσεις.

Συντελεστής απαξίωσης =  $(1-a)^n$ , όπου  $a$  είναι ο ετήσιος συντελεστής απαξίωσης. Συνήθως υπολογίζεται με έναν τυπικό συντελεστή απαξίωσης 2,5% για όλα τα κτίρια. Ειδικά για τα χαλυβουργεία και τα ελασματοουργεία δεδομένων των πολύ μεγάλων καταπονήσεων που δέχονται λογίζεται ένας επιπλέον συντελεστής απαξίωσης της τάξης του 2,5% (Σύνολο 5% το έτος). Ειδικά κτίρια ή κτίρια που έχουν υποστεί σημαντικές φθορές μέσα στα χρόνια ο ετήσιος συντελεστής απαξίωσης μπορεί να κυμανθεί γύρω στο 5-7% και  $n$  είναι η ηλικία του κτιρίου σε έτη.

Η χρησιμοποίηση αυτής της μεθοδολογίας ως βάση της εκτίμησης της Εύλογης Αξίας οδηγεί στην γνώση της αξίας των εγκαταστάσεων για την συγκεκριμένη σημερινή χρήση τους, θεωρώντας ότι αποτελούν αναπόσπαστο στοιχείο της εν λειτουργία επιχείρησης. Η εκτίμηση πρέπει να λαμβάνει υπόψη της όλα τα ειδικά έργα υποδομής που τυχόν έχουν πραγματοποιηθεί, τα οποία προστίθενται στα βασικά κόστη κατασκευής του.

### **Εφαρμογή Συγκριτικής Μεθόδου για την εκτίμηση αξίας γηπέδων**

Ο αντικειμενικός σκοπός της μεθόδου του υπολειμματικού κόστους αντικατάστασης είναι να εκτιμηθεί το ίδιο το ακίνητο (γήπεδο) στην ακριβή του τοποθεσία και στην ίδια επιφάνεια που έχει σήμερα. Προϋπόθεση είναι το εν ισχύ πολεοδομικό καθεστώς να επιτρέπει την συνέχιση της υφιστάμενης χρήσης στο εκτιμώμενο γήπεδο, οι όροι δόμησης του γηπέδου να έχουν παραμείνει οι ίδιοι και τα χαρακτηριστικά της περιοχής να εξακολουθούν να είναι συμβατά με την εκτιμώμενη χρήση. Σε αντίθετη περίπτωση, η εκτιμώμενη αξία του γηπέδου θα πρέπει να απεικονίζει την αξία ενός σύγχρονου αντίστοιχου (modern equivalent) που θα επιτρέπει την ανέγερση αντίστοιχης μονάδας. Συνήθως, ένα τέτοιο σύγχρονο αντίστοιχο ακίνητο είναι παρόμοιας επιφάνειας και θέσης με το πραγματικό ακίνητο αν και πιθανά να μην απαιτεί ακριβώς την ίδια θέση ή επιφάνεια με το εκτιμώμενο. Σε αυτή την περίπτωση,

σύμφωνα με τις οδηγίες του RICS η εκτιμώμενη αγοραία αξία προκύπτει σε δύο στάδια : 1) αρχικά προσδιορίζεται η επιφάνεια και η θέση του θεωρητικού σύγχρονου αντίστοιχου γηπέδου για την ίδια χρήση και για δυνατότητα ίδιας επιφανείας ανωδομής και 2) προσδιορίζεται η αγοραία αξία του.

Η εκτίμηση της αξίας τους προκύπτει συγκριτικά, μετά τις αναγκαίες προσαρμογές των γνωστών συγκριτικών στοιχείων ή/και των πληροφοριών που έχουν συγκεντρωθεί από την έρευνα αγοράς.

### **Εφαρμογή Συγκριτικής Μεθόδου**

Η Συγκριτική Μέθοδος χρησιμοποιείται σε κάθε περίπτωση που υπάρχει ενεργή αγορά από την οποία μπορούμε να αντλήσουμε ικανοποιητικές και αξιόπιστες πληροφορίες για αντίστοιχα με το προς εκτίμηση ακίνητο.

Η εκτιμητική πρακτική αναφέρει ότι ανάλογα με την χρήση του ακινήτου θα πρέπει να αναζητηθούν συγκριτικά στοιχεία για παρόμοια ακίνητα στην περιοχή του. Σε περίπτωση που δεν είναι δυνατή η συγκέντρωση τέτοιων συγκριτικών στοιχείων ο εκτιμητής δύναται να ανοίξει την ακτίνα έρευνας του και με κατάλληλες προσαρμογές να προσεγγίσει το εκτιμώμενο ακίνητο.

Κατά την εφαρμογή της Συγκριτικής Μεθόδου για την εκτίμηση της Αγοραίας αξίας, η βασική επιδίωξη μας ήταν αποκλειστικά η συλλογή πραγματικών δικαιοπραξιών ανάλογων ακινήτων στην ίδια περιοχή, όπου με την εφαρμογή κατάλληλων συντελεστών θα προσαρμόζαμε τα συγκριτικά στοιχεία ώστε να μπορούν να είναι αξιόπιστα για την παρούσα εκτίμηση. Όμως εξαιτίας των γεγονότων ότι:

Η αγορά είναι ιδιαίτερα παγωμένη σχεδόν για κάθε είδους δικαιοπραξία εδώ και τρία χρόνια περίπου με αποτέλεσμα η έρευνα αγοράς μην μπορεί να οδηγήσει σε ακριβή συμπεράσματα δεδομένου :

- Οι αξίες που καταγράφονται στα (παλαιότερα) συμβόλαια είναι συνήθως οι αντικειμενικές παρά οι πραγματικές-εμπορικές,
- Δεν υπάρχει διαφάνεια στην αγορά και δεν δημοσιεύονται δείκτες ακίνητης περιουσίας,

### **Προσδιορισμός Ωφέλιμης Ζωής Κτιρίων**

Η Ωφέλιμη Ζωή ορίζεται ως *‘Η περίοδος κατά τη διάρκεια της οποίας ένα περιουσιακό στοιχείο αναμένεται να είναι διαθέσιμο για χρήση από την οικονομική οντότητα’* (ΔΛΠ 16.6).



Σύμφωνα με τα Δ.Π.Χ.Α. στα ιδιοχρησιμοποιούμενα ακίνητα και στα ακίνητα επένδυσης (εάν έχει εφαρμοστεί σε αυτά η προσέγγιση του κόστους) δύναται να διενεργούνται αποσβέσεις στα κτίρια. Ως εκ τούτου, οι μελέτες εκτίμησης πληροφορούν επιπρόσθετα και για την ωφέλιμη ζωή των κτιρίων. Υπό την προϋπόθεση της συνήθους χρήσης θεωρούμε την ωφέλιμη ζωή σε κάθε κτίριο ανάλογη της κατασκευής του. Σε περιπτώσεις όπου ένα κτίριο έχει μικτή χρήση, θεωρούμε ενιαία απαξίωση με βάση την κυρίαρχη (από πλευράς επιφανειών) χρήση. Είναι συχνά δύσκολο, εάν όχι αδύνατο, να προσδιορίσουμε μια ακριβή διάρκεια ζωής σε ένα κτίριο ή μια ομάδα κτιρίων, με αποτέλεσμα να πρέπει να προσφύγουμε σε μια μίξη υπολογιζόμενων ζώων. Έτσι, σε περιπτώσεις όπου οι εγκαταστάσεις μιας επιχείρησης περιλαμβάνουν διάφορα χωριστά και διαφορετικού τύπου κτίρια, είναι αποδεκτό να ομαδοποιηθούν και μια ενιαία ζωή να αποδοθεί σε όλα τα κτίρια του προς εκτίμηση ακινήτου. Η αιτιολόγηση για αυτή την προσέγγιση είναι ότι η ζωή ενός μεμονωμένου κτιρίου μπορεί κανονικά να επεκταθεί μέσα σε λογικά όρια από υψηλότερα πρότυπα συντήρησης ή βελτίωσης. Συγχρόνως είναι κανονικά αντισυμβατό να πραγματοποιηθεί μια αποσπασματική αναμόρφωση ή ανακαίνιση (Ευρωπαϊκά Εκτιμητικά Πρότυπα 2003 της TEGoVA, Οδηγία 12 : Κατανομή μεταξύ Γηπέδων και Κτιρίων).

Τα έτη της ωφέλιμης ζωής έχουν υπολογιστεί με βάση το είδος της κατασκευής του κτιρίου. Έτσι θεωρούμε ως μέσο προσδοκώμενο διάστημα ωφέλιμης ζωής κτιρίων τα 66 χρόνια από την ημερομηνία ολοκλήρωσης της κατασκευής για σκελετούς από οπλισμένο σκυρόδεμα, 40 χρόνια για σκελετούς μεταλλικούς και 50 χρόνια για σύμμεικτους. Οποσδήποτε, ριζικές ανακαινίσεις σε συνδυασμό με καλό βαθμό συντήρησης και απουσία προβλημάτων στο σκελετό μπορεί να επεκτείνουν την ωφέλιμη ζωή σημαντικά. Ωφέλιμη ζωή 0 σημαίνει πως το κτίριο μπορεί να χρησιμοποιηθεί και να αποδώσει ξανά την μέγιστη ωφέλεια του μόνο μετά από ριζικές ανακαινίσεις.

## Κεφάλαιο 3 - Διαχείριση Εταιρικής ρευστότητας

### 3.1 Τι είναι ρευστότητα

Ρευστότητα είναι η ευκολία με την οποία ένα χρηματοοικονομικό προϊόν ή ένα περιουσιακό στοιχείο μπορεί να πωληθεί και να μετατραπεί σε μετρητά. Η ρευστότητα επηρεάζεται άμεσα από την προσφορά και τη ζήτηση που υπάρχει για το συγκεκριμένο προϊόν ή περιουσιακό στοιχείο και επίσης έμμεσα από άλλους παράγοντες όπως οι πιθανές διαταραχές στην αγορά.

Θα μπορούσαμε να ορίσουμε τη Ρευστότητα και ως την ικανότητα ταχείας μεταπώλησης ενός περιουσιακού στοιχείου του Ενεργητικού χωρίς να υπάρξει μεγάλη μεταβολή στην τιμή του και με ελάχιστη απώλεια της αξίας του.

Στη λογιστική, ρευστότητα είναι η ικανότητα του κυκλοφορούντος Ενεργητικού να καλύψει τις τρέχουσες Υποχρεώσεις όταν αυτές γίνονται απαιτητές. Ο βαθμός ρευστότητας ενός στοιχείου του Ενεργητικού είναι το χρονικό διάστημα που αναμένεται να παρέλθει μέχρις ότου οι Απαιτήσεις μετατραπούν σε μετρητά.

Μία εταιρία που διαθέτει υψηλή ρευστότητα, έχει μικρότερο κίνδυνο ρευστότητας, κίνδυνο δηλαδή να βρεθεί σε δυσκολία εκπλήρωσης των χρεών της, από μία εταιρία που δεν έχει αυτή τη δυνατότητα. Παράλληλα μια εταιρία που διαθέτει υψηλότερο δείκτη ρευστότητας έχει γενικά περισσότερη οικονομική ευελιξία για να αναλάβει νέες επενδυτικές ευκαιρίες.

Η ρευστότητα αποτελεί πολύ σημαντικό κομμάτι για την αποτελεσματική λειτουργία της αγοράς. Η Ρευστότητα στις χρηματοπιστωτικές αγορές διευκολύνει την αποτελεσματική κατανομή των οικονομικών πόρων μέσω της αποτελεσματικής κατανομής των κεφαλαίων και των κινδύνων, την αποτελεσματική παραγωγή και την αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής και της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας.

Η οικονομική κρίση κατέδειξε τα πλεονεκτήματα της ύπαρξης ενός ισχυρού χρηματοπιστωτικού συστήματος το οποίο να είναι σε θέση να απορροφήσει τυχόν απρόβλεπτες κρίσεις, διατηρώντας παράλληλα την αγορά σε επίπεδο ρευστότητας. Αυτό το παρατηρήσαμε έντονα στη χώρα μας τόσο κατά τη διάρκεια της κρίσης αλλά ακόμη περισσότερο με τα Capital Control.

Θα μπορούσαμε να ορίσουμε τουλάχιστον τέσσερις γενικές τάσεις που οδηγούν αυτή τη στιγμή τις παγκόσμιες συνθήκες ρευστότητας. Αυτές είναι: (1) η σταθερή και υποστηρικτική παγκόσμια νομισματική πολιτική, η οποία υποστηρίζει τη ρευστότητα στο σύνολο της οικονομίας (2) η αύξηση των ηλεκτρονικών και ψηφιακών χρηματοπιστωτικών αγορών, η οποία βοηθά στη μείωση του κόστους των συναλλαγών και συνδέει άμεσα τους αγοραστές με τους πωλητές (3) η αυξανόμενη εφαρμογή εναλλακτικών τρόπων χρηματοδότησης και (4) η συνολική αύξηση του μεγέθους των χρηματοπιστωτικών αγορών και αντίστοιχα της ζήτησης για ρευστότητα.

### **3.2 Αντίκτυπο των κανονισμών του χρηματοπιστωτικού τομέα στη ρευστότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών**

Από την οικονομική κρίση, πολιτικοί και ρυθμιστικές αρχές αναγνώρισαν την ανάγκη να πραγματοποιήσουν μεταρρυθμίσεις έτσι ώστε να βελτιώσουν περαιτέρω τις αντοχές των τραπεζών και παράλληλα τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα, με στόχο την αποφυγή της επανάληψης των σοβαρών συνεπειών της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης. Οι κυβερνήσεις και οι κεντρικές τράπεζες των G20 συμφώνησαν σε ένα σύνολο αρχών για την «οικοδόμηση ενός ισχυρότερου και πιο ανθεκτικού οικονομικού συστήματος, το οποίο στηρίζει την ανάπτυξη της παγκόσμιας οικονομίας.» (49) Οι G20 δεσμεύτηκαν για την οριστικοποίηση των υπόλοιπων βασικών ρυθμιστικών στοιχείων το 2015.

Πριν από την εισαγωγή των αλλαγών της Βασιλείας 2.5, το πλαίσιο των κινδύνων της αγοράς βασιζόταν στην παραδοχή ότι οι θέσεις του κινδύνου του χαρτοφυλακίου συναλλαγών ήταν ρευστές, δηλαδή για παράδειγμα οι τράπεζες θα μπορούσαν να βγουν ή να αντισταθμίσουν τις θέσεις τους σε ορίζοντα 10 ημερών. Η παγκόσμια οικονομική κρίση απέδειξε ότι αυτή η υπόθεση ήταν λανθασμένη. Καθώς οι συνθήκες ρευστότητας μειώθηκαν κατά τη διάρκεια της κρίσης, οι τράπεζες αναγκάστηκαν να κατέχουν θέσεις κινδύνου για πολύ μεγαλύτερο χρονικό διάστημα από ό, τι αναμενόταν με αποτέλεσμα να υποστούν μεγάλες ζημιές από τη μεταβολή στην αξία των θέσεων τους. Οι μεταρρυθμίσεις Trading Book Capital, αρχής γενομένης με τη Βασιλεία 2.5 και συνεχίζοντας με τη ριζική αναθεώρηση του χαρτοφυλακίου συναλλαγών (FRTB), αποσκοπούν στην αντιμετώπιση κατανομή των κεφαλαίων, τη διαφάνεια και την εποπτεία των εμπορικών δραστηριοτήτων με βάση την επιφάνεια εργασίας-από-γραφείο.

Η Βασιλεία 2.5 περιλαμβάνει μια σειρά μεταρρυθμίσεων και κανόνων που ρυθμίζουν τις κεφαλαιακές απαιτήσεις για τα τραπεζικά ιδρύματα, προκειμένου να εκτιμούν σωστά τον κίνδυνο της αγοράς και παράλληλα του χαρτοφυλακίου των συναλλαγών τους.

Η Βασιλεία III αποσκοπεί στη βελτίωση της αντοχής του τραπεζικού τομέα στις κρίσεις, τη βελτίωση της διαχείρισης κινδύνου και της διακυβέρνησης, καθώς και την ενίσχυση της διαφάνειας των τραπεζών.<sup>51</sup> Οι νέοι κανόνες αυξάνουν την ποσότητα και την ποιότητα των κεφαλαίων που οι τράπεζες πρέπει να κατέχουν, και παράλληλα εισάγουν μια ελάχιστη απαιτούμενη τιμή την οποία πρέπει να έχει ο δείκτης μόχλευσης. Στόχος της είναι να περιορίσει την συσσώρευση υπερβολικής μόχλευσης στον τραπεζικό τομέα. Επίσης, εισάγει απαιτήσεις βραχυπρόθεσμης και μακροπρόθεσμης ρευστότητας. Οι κανόνες αυτοί εφαρμόζονται στην ΕΕ μέσω του κανονισμού κεφαλαιακές απαιτήσεις και της οδηγίας (CRD IV). Αντίστοιχά οι ΗΠΑ εφαρμόζουν επίσης τις σημαντικές πτυχές του καθεστώτος της Βασιλείας III.

### **Τραπεζική απομόχλευση τομέα και συρρίκνωση σε εμπορικές δραστηριότητες**

Οι εμπορικές δραστηριότητες των τραπεζών περιλαμβανομένων των ανοιγμάτων σε τιτλοποιημένα προϊόντα, αντιμετωπίζουν τώρα υψηλότερες κεφαλαιακές απαιτήσεις λόγω των υψηλότερων συντελεστών στάθμισης, με υψηλότερες ελάχιστες κεφαλαιακές απαιτήσεις και αυστηρότερες μειώσεις σε ίδια κεφάλαια. Ο αντίκτυπος των υψηλότερων κεφαλαιακών απαιτήσεων στο βιβλίο συναλλαγών θα επηρεάσουν τη βιωσιμότητα της αγοράς αλλά και τις εμπορικές δραστηριότητες των τραπεζών.

Παρακάτω αναφέρονται μερικά χαρακτηριστικά της:

Κατ' αρχάς, οι κεφαλαιακές απαιτήσεις έχουν αυξηθεί σημαντικά για συναλλαγές χρηματοδότησης τίτλων (SFTs), τα οποία αποτελούν σημαντική πηγή ρευστότητας και βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Ωστόσο, υπάρχουν σημαντικές διαφορές μεταξύ του πώς εφαρμόζονται οι κεφαλαιακές απαιτήσεις των σταθμισμένων και τις απαιτήσεις του δείκτη μόχλευσης. Για παράδειγμα, οι κεφαλαιακές απαιτήσεις των σταθμισμένων λαμβάνουν υπόψη τη μείωση που παρέχεται από την εξασφάλιση της ισότητας και την επικινδυνότητα ενός αμοιβαίου κεφαλαίου ως αντισυμβαλλόμενος. Ωστόσο, οι απαιτήσεις μόχλευσης δεν λαμβάνουν υπόψη την ύπαρξη εξασφάλισης που έλαβε ή την πιστοληπτική ικανότητα του αντισυμβαλλομένου.

Οι προτεινόμενες περικοπές που πρέπει να εφαρμόζονται για να SFT (Security Financial Transactions) μπορεί επίσης να υπερεκτιμούν τον πιστωτικό κίνδυνο του οργανισμού και ως εκ τούτου και τη «μέγιστη δυνατή απώλεια» που μπορεί μια τράπεζα να αναλάβει. Αυτό είναι πιθανό να επηρεάσει την ικανότητα των τραπεζών να παρέχουν πρόσβαση σε επενδύσεις που κατέχονται από θεσμικούς επενδυτές. Αυτά χρησιμοποιούνται για την παροχή ρευστότητας και την υποστήριξη κεντρικής εκκαθάρισης για τα εξωχρηματιστηριακά παράγωγα.<sup>53</sup>

Δεύτερον, η επιβάρυνση CVA (Credit valuation adjustment) δημιουργήθηκε από τις τράπεζες κατά την είσοδό τους σε εξωχρηματιστηριακές συναλλαγές και οι οποίες θα επηρεάσουν δυσανάλογα τόσο τα μακροπρόθεσμα παράγωγα αλλά και τα μη εξασφαλισμένα ανοίγματα, τα ομόλογα με χαμηλή βαθμολογία και τα ομόλογα χωρίς CDS (Credit default swaps). Στο σημείο αυτό να αναφέρουμε λίγα λόγια για τα CDs, πρόκειται για συμβόλαια παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων. Άρχισαν να χρησιμοποιούνται στα τέλη της δεκαετίας του 1990 και αποτελούν «ασφάλιστρα» έναντι ομολόγων που εκδίδουν είτε κράτη είτε επιχειρήσεις, τα οποία οι επενδυτές αγοράζουν για να καλυφθούν από τον κίνδυνο χρεοκοπίας του κράτους ή της επιχείρησης.<sup>55</sup> Η έλλειψη διαθέσιμων πιστώσεων αλλά και η χαμηλή ρευστότητα στην αγορά των CDS είναι πιθανό να δημιουργήσει στις μικρές και μεσαίου μεγέθους επιχειρήσεις οι οποίες έχουν ανοίγματα προσελκύσουν σημαντικές επιβαρύνσεις CVA. Αυτό είναι πιθανό να πιέσει τις τράπεζες να δημιουργήσουν αγορές εταιρικών ομολόγων για τις μικρότερες και μεσαίου μεγέθους επιχειρήσεις. Τρίτον, ο δείκτης μόχλευσης θα έχει επίσης αντίκτυπο στο επιχειρηματικό μοντέλο εκκαθάρισης του πελάτη. Το επιχειρηματικό μοντέλο βασίζεται στο γεγονός ότι ο μεσίτης/εκκαθαριστής έχει πρόσβαση στο αρχικό περιθώριο του πελάτη σε περίπτωση αθέτησης των υποχρεώσεων του, και ως εκ τούτου ο πιστωτικός κίνδυνος του αντισυμβαλλομένου προς τον πελάτη εκκαθάρισης είναι μικρός. Επιπλέον το κόστος του κεφαλαίου δεν θα καλύπτει από κοινού το τέλος εκκαθάρισης. Ο εκκαθαριστής έχει την επιλογή είτε να αυξήσει τα τέλη εκκαθάρισης ή να εγκαταλείψει την εκκαθάριση πελάτη ως μια βιώσιμη επιχείρηση.

Προκειμένου να ανταποκριθούν στις νέες κεφαλαιακές απαιτήσεις, οι παγκόσμιες τράπεζες έχουν λάβει σημαντικά μέτρα για την ενίσχυση των ισολογισμών τους με την αύξηση ή τη διατήρηση της καθαρής θέσης και μειώνοντας το επίπεδο των περιουσιακών στοιχείων, ιδίως εκείνων που απαιτούν υψηλότερες κεφαλαιακές ανάγκες. Επιπλέον υπήρξε περιφερειακή διαφοροποίηση με μεγαλύτερη απομόχλευση στην Ευρώπη σε σχέση με τις αναδυόμενες αγορές.

Από την άλλη πλευρά οι αυξημένες κεφαλαιακές απαιτήσεις έχουν αναγκάσει τις τράπεζες να επικεντρωθούν στις βασικό κομμάτι των προϊόντων τους (core business) και αντίστοιχα των βασικών πελατών, με αποτέλεσμα την συρρίκνωση των εμπορικών τος δραστηριοτήτων. Μια μελέτη της PwC το 2014 διαπίστωσε ότι «Οι τράπεζες έχουν εξέλθει από χώρες και περιοχές με χαμηλό μερίδιο αγοράς, προκειμένου να επικεντρωθούν στις περιοχές που έχουν μεγαλύτερη δύναμη και χρησιμότητα» .58

### **3.3 Δείκτες ρευστότητας**

Στην ενότητα αυτή αναλύονται οι βασικοί δείκτες υπολογισμού της ρευστότητας μιας επιχείρησης, εστιάζοντας στους χρηματοοικονομικούς δείκτες ρευστότητας, οι οποίοι βοηθούν στον υπολογισμό της θέσης της ρευστότητας των τραπεζών ή άλλων επιχειρήσεων. Όπως αναφέρθηκε και παραπάνω η ρευστότητα αποτελεί στις μέρες μας το μείζον θέμα για τη βιωσιμότητα των επιχειρήσεων. Οι σημαντικότεροι δείκτες είναι οι εξής:

#### **1. Δείκτης γενικής ρευστότητας: σύνολο κυκλοφορούντος ενεργητικού / σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων**

Ο αριθμοδείκτης αυτός δείχνει το μέτρο ρευστότητας μιας επιχείρησης και το περιθώριο ασφαλείας ώστε αυτή να είναι σε θέση να ανταποκριθεί στην πληρωμή των καθημερινών υποχρεώσεων. Ο δείκτης χρησιμοποιείται για να δείξει την ικανότητα της επιχείρησης να αποπληρώνει τα βραχυπρόθεσμα στοιχεία του παθητικού της με τα βραχυπρόθεσμα στοιχεία του ενεργητικού της. Όσο υψηλότερη είναι αναλογία τόσο ικανότερη είναι η επιχείρηση να καλύψει τις ανάγκες της.

#### **2. Δείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας ενεργητικού: κύκλος εργασιών / γενικό σύνολο ενεργητικού**

Ο συγκεκριμένος δείκτης παρέχει ενδείξεις για το πόσο η επιχείρηση χρησιμοποιεί εντατικά τα περιουσιακά της στοιχεία προκειμένου να πραγματοποιεί τις πωλήσεις της. Επιπλέον φαίνεται αν υπάρχει υπερεπένδυση κεφαλαίων στην επιχείρηση σε σχέση με το ύψος των πωλήσεών της. Βέβαια, τα στοιχεία αυτού του δείκτη επηρεάζονται σε μεγάλο βαθμό από τη μέθοδο των αποσβέσεων που ακολουθεί η διοίκηση της εταιρείας, δηλαδή από το αν ακολουθείται πολιτική αυξανόμενης ή σταθερής απόσβεσης. Γενικότερα, όσο υψηλότερος είναι ο δείκτης αυτός τόσο πιο

αποτελεσματικά έχουν χρησιμοποιηθεί τα περιουσιακά της στοιχεία. Επίσης, είναι χρήσιμο να γίνεται σύγκριση αυτού του δείκτη με τον αντίστοιχο δείκτη άλλων εταιριών του κλάδου.

### **3. Δείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων: κόστος πωλήσεων / αποθέματα**

Ο δείκτης αυτός απωτυπώνει πόσες φορές ανανεώθηκαν τα αποθέματα της επιχείρησης σε σχέση με τις πωλήσεις της μέσα στη χρήση. Χρησιμοποιείται για να διαπιστωθεί η ταχύτητα με την οποία τα αποθέματα διατέθηκαν και αντικαταστάθηκαν κατά τη διάρκεια της χρήσης. Αν διαιρέσουμε το 365 (συνολικές ημέρες του έτους) με τον αριθμό αυτόν διαπιστώνουμε τον αριθμό των ημερών που παρέμειναν τα αποθέματα στην επιχείρηση ώσπου να πωληθούν.

### **4. Δείκτης ταχύτητας είσπραξης απαιτήσεων: κύκλος εργασιών / απαιτήσεις**

Ο συγκεκριμένος δείκτης απεικονίζει το κατά πόσο οι απαιτήσεις μιας επιχείρησης είναι πολύ μεγάλες σε σύγκριση με τις πωλήσεις της. Μεγάλη ταχύτητα στην είσπραξη των απαιτήσεων σημαίνει μικρότερη πιθανότητα ζημιών από επισφαλείς πελάτες. Η παρακολούθηση της τάσης είναι διαχρονικά χρήσιμη για την αξιολόγηση της ποιότητας και της ρευστότητας των απαιτήσεων. Στη χώρα μας τα τελευταία χρόνια οι περισσότερες εταιρίες έχουν παρουσιάσει πολύ μεγάλη αύξηση στον συγκεκριμένο δείκτη λόγω της έλλειψης ρευστότητας.

### **5. Δείκτης κάλυψης τόκων: κέρδη προ τόκων και φόρων / σύνολο χρεωστικών τόκων**

Ο αριθμοδείκτης αυτός φανερώνει τη σχέση μεταξύ των καθαρών κερδών μιας επιχείρησης και των τόκων με τους οποίους αυτή επιβαρύνεται μέσα στη χρήση για τα ξένα κεφάλαια. Αποτελεί δηλαδή ένα μέτρο της δανειακής κατάστασής της σε σχέση με τη δυναμικότητά της να επιτυγχάνει κέρδη, καθώς εμφανίζει την ικανότητά της να εξοφλεί τους τόκους των ξένων κεφαλαίων από τα κέρδη της.

### **6. Δείκτης οικονομικής μοχλεύσεως: γενικό σύνολο ενεργητικού / σύνολο ιδίων κεφαλαίων**

Με τον εν λόγω δείκτη παρατηρούμε την επίδραση που ασκεί η χρησιμοποίηση των δανειακών κεφαλαίων στην αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας. Ανάλογα με το επίπεδο του δείκτη μεγαλύτερος, ίσος ή μικρότερος της μονάδας η επίδραση από τη χρήση ξένων κεφαλαίων στα κέρδη της εταιρείας είναι αντίστοιχα θετική και επωφελής, μηδενική ή αρνητική.

#### **7. Δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων: καθαρά κέρδη χρήσης / σύνολο ιδίων κεφαλαίων**

Ο αριθμοδείκτης αυτός παρουσιάζει το κατά πόσο επιτεύχθηκε ο στόχος πραγματοποίησης ενός ικανοποιητικού αποτελέσματος από τη χρήση των κεφαλαίων του μετόχου. Με άλλα λόγια, μετρά την αποτελεσματικότητα με την οποία τα κεφάλαια των φορέων της επιχείρησης απασχολούνται σε αυτήν. Αποτελεί τον βασικό δείκτη τον οποίο η διοίκηση μιας εταιρείας σε περίπτωση θετικού αποτελέσματος τείνει να προβάλλει με τον πιο επιφανή τρόπο στον ετήσιο απολογισμό χρήσης.

#### **8. Δείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού: καθαρά κέρδη χρήσης / σύνολο ενεργητικού**

Ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης μετράει την απόδοση των συνολικών περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης και επιτρέπει την αξιολόγηση της αποτελεσματικότητας της λειτουργίας της εταιρείας.

#### **9. Δείκτης μεικτού κέρδους: μεικτά κέρδη εκμετάλλευσης / κύκλος εργασιών**

Ο αριθμοδείκτης αυτός, γνωστός και ως μεικτό περιθώριο κέρδους, είναι πολύ σημαντικός διότι παρέχει ένα μέτρο αξιολόγησης της αποδοτικότητας των επιχειρήσεων. Δείχνει δηλαδή τη λειτουργική αποτελεσματικότητα μιας επιχείρησης και την πολιτική τιμών αυτής. Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης μεικτού κέρδους τόσο καλύτερη από απόψεως κερδών είναι η θέση της επιχείρησης διότι μπορεί να αντιμετωπίσει, χωρίς δυσκολία, μια ενδεχόμενη αύξηση του κόστους των πωλούμενων προϊόντων της. Ένας υψηλός δείκτης μεικτού κέρδους δείχνει την ικανότητα της διοίκησης μιας επιχείρησης να επιτυγχάνει φθηνές αγορές και να πωλεί σε υψηλές τιμές.



## **10. Δείκτης καθαρού κέρδους: καθαρά κέρδη χρήσης / κύκλος εργασιών**

Ο δείκτης αυτός προσδιορίζει το κέρδος από τις λειτουργικές δραστηριότητες, δηλαδή το ποσοστό κέρδους που μένει στην επιχείρηση μετά την αφαίρεση από τις καθαρές πωλήσεις του κόστους πωληθέντων και των λοιπών εξόδων. Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης τόσο πιο επικερδής είναι η επιχείρηση.

### **3.4 Παράγοντες που επηρεάζουν τη μελλοντική ρευστότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών**

Οι βασικοί παράγοντες που θα επηρεάσουν την ρευστότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών είναι τέσσερις και αναλύονται παρακάτω:

- Οι συνεχείς μεταρρυθμίσεις στον τραπεζικό τομέα και στις κεφαλαιαγορές
- Η αύξηση του μεγέθους των χρηματοπιστωτικών αγορών
- Οι Επιπτώσεις από τις ηλεκτρονικές πλατφόρμες που πραγματοποιούν συναλλαγές
- Οι επιπτώσεις και οι συμπεριφορές των νέων συμμετεχόντων στην αγορά των Capital Markets

1. Οι συνεχείς μεταρρυθμίσεις στον τραπεζικό τομέα και στις κεφαλαιαγορές

Η Τραπεζική ρυθμιστική μεταρρύθμιση του τομέα και των χρηματοπιστωτικών αγορών είναι πλέον σε προχωρημένο στάδιο. Σημαντικές μεταρρυθμίσεις που καλύπτουν το κεφάλαιο, τη ρευστότητα, τις υποδομές της αγοράς, τις δομές και δυνατότητας εκκαθάρισης έχουν πλέον οριστικοποιηθεί. Για ορισμένες μεταρρυθμίσεις που δεν έχουν εφαρμοστεί πλήρως, τα χρονοδιαγράμματα υλοποίησης έχουν ήδη οριστεί και οι τράπεζες εργάζονται προς την κατεύθυνση αυτών των χρονοδιαγραμμάτων. Στις μελλοντικές ημερομηνίες περιλαμβάνονται η εφαρμογή του δείκτη καθαρής σταθερής χρηματοδότησης το οποίο θα υλοποιηθεί το 2018 και η εφαρμογή του «retail ring-fence» στο Ηνωμένο Βασίλειο το 2019.

Μόλις οι μεταρρυθμίσεις οριστικοποιηθούν και οριστούν τα χρονοδιαγράμματα, οι τράπεζες θα επιδιώξουν να τις εφαρμόσουν άμεσα για να μειώσουν τους κινδύνους συμμόρφωσης. Ωστόσο, οι αλλαγές στις επιχειρήσεις έχουν πιο αργή προσαρμογή και μπορεί να υπάρξει μια σειρά από πρακτικές της αγοράς κατά την περίοδο που οι συμμετέχοντες στην αγορά προσαρμόσουν στους νέους κανόνες.

Υπάρχουν μια σειρά από μεταρρυθμίσεις που βρίσκονται ακόμη υπό διαμόρφωση και ως εκ τούτου οι τράπεζες δεν έχουν προσαρμόσει τις δραστηριότητές τους και τα επιχειρησιακά μοντέλα σε αυτές. Οι μεταρρυθμίσεις αυτές θα μπορούσαν, επομένως, να έχουν επιπλέον αυξητική επίπτωση στη ρευστότητα της αγοράς.

Παρακάτω αναφέρονται οι τρεις τομείς μεταρρυθμίσεων οι οποίες παραμένουν εξαιρετικά αβέβαιοι. Αυτοί είναι:

- Η θεμελιώδη αναθεώρηση του χαρτοφυλακίου συναλλαγών (Trading Book)
- EU bank structural reform
- Φόροι επί των χρηματοπιστωτικών συναλλαγών

Τον Μάιο του 2012, η Επιτροπή της Βασιλείας για την Τραπεζική Εποπτεία (BCBS) πρότεινε σημαντικές αναθεωρήσεις στο πλαίσιο των κινδύνων της αγοράς, στο πλαίσιο της FRTB (Fundamental Review of the Trading Book). Συνολικά, οι στόχοι της FRTB έχουν ως εξής:

- Ανάπτυξη ενός αποτελεσματικού χαρτοφυλακίου συναλλαγών
- Επίτευξη ενός κανονιστικού πλαισίου που προλαμβάνει και αξιοποιεί όλους τους κινδύνους στο χαρτοφυλάκιο συναλλαγών
- Βελτίωση των τεχνικών μέτρησης του κινδύνου
- Δημιουργία ενός συνεπούς εποπτικού πλαισίου σε παγκόσμιο επίπεδο, συμπεριλαμβανομένου μιας προσέγγισης περισσότερο ευαίσθητης απέναντι στον κίνδυνο και που θα επιτρέπει στις ρυθμιστικές αρχές να αφαιρέσει την έγκριση σε επίπεδο γραφείο συναλλαγών.

Για την επίτευξη αυτών των στόχων, τα βασικά στοιχεία του προτεινόμενου πλαισίου περιλαμβάνουν:

- Νέους κανόνες για να καθορίσουν τι μπορεί να συμπεριληφθεί στο χαρτοφυλάκιο συναλλαγών και αυστηρότερες απαιτήσεις για την αντιμετώπιση τυχόν arbitrage μεταξύ του τραπεζικού χαρτοφυλακίου και του χαρτοφυλακίου συναλλαγών
- Μια πιο ευαίσθητη σε θέματα κινδύνων προσέγγιση για τον κίνδυνο αγοράς. Η BCBS καθόρισε τις ακόλουθες αρχές για το σχεδιασμό της αναθεωρημένης προσέγγισης: απλότητα, διαφάνεια και συνέπεια, καθώς και βελτιωμένη ευαισθησία κινδύνου. Δηλαδή ένα μοντέλο αξιόπιστο και περιορισμένο σε εξάρτηση.
- Αντικατάσταση των μέτρων κινδύνου Value-at-Risk (VaR) και stress VaR με το

μέτρο αναμενόμενο έλλειμμα (Expected Shortfall "ES") για την αύξηση των κεφαλαιακών απαιτήσεων και για την πιθανή απώλεια κατά την διανομή.

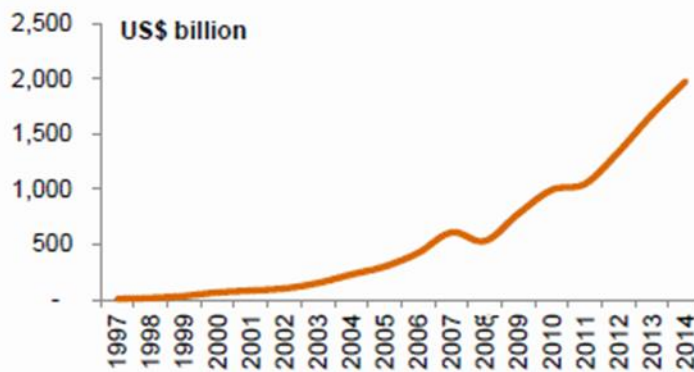
- Εισαγωγή των κανόνων ρευστότητας στον υπολογισμό του μέτρου ES ώστε να απεικονίζει τα πολλά και διαφορετικά προφίλ ρευστότητας στις διάφορες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων και παράλληλα τους παράγοντες κινδύνου
- Αντικατάσταση του «Τέλους αυξημένου κινδύνου» (Incremental risk Charge "IRC"), με το μοντέλο αυξητική προεπιλεγμένο μοντέλο κινδύνου (Incremental default risk model "IDR"), το οποίο θα πιάνει μόνο το κίνδυνο αθέτησης σαν κίνδυνο μετανάστευσης και θα αποτελεί τμήμα του υπολογισμού ES
- Συνεχείς δημόσιες γνωστοποιήσεις σχετικά με τα τέλη κεφαλαίων του επιχειρηματικού κινδύνου της αγοράς, συμπεριλαμβανομένων των ρυθμιστικών κεφαλαιακών επιβαρύνσεων.

Αυτές οι ευρείες αλλαγές θα επηρεάσουν σημαντικά τις τράπεζες και αντίστοιχα τις επιχειρήσεις δημιουργώντας ένα πιο σταθερό και αξιόπιστο σύστημα.

## 2. Η αύξηση του μεγέθους των χρηματοπιστωτικών αγορών

Το μέγεθος των παγκόσμιων χρηματοπιστωτικών αγορών έχουν αυξηθεί. Παράλληλα, τα περιουσιακά στοιχεία που βρίσκονται υπό διαχείριση σε παγκόσμιο έχουν αυξηθεί, ενώ παράλληλα έχουν αυξηθεί και οι εκδόσεις εταιρικών και κρατικών χρεωστικών τίτλων τα τελευταία χρόνια. Ειδικότερα, η αύξηση της ανταλλαγής των διαπραγματεύσιμων αμοιβαίων κεφαλαίων (ETFs) μπορεί να παρατηρηθεί από την αύξηση του μεριδίου τους στα παγκόσμια χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία. Τα συνολικά χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία της MUNFI (Monitoring Universe of Non-Bank Financial Intermediation) αυξήθηκαν από 26 \$ US τρισεκατομμύρια το 2002 σε 75 \$ US τρισεκατομμύρια το 2013. Οι υπόλοιπες επενδύσεις κεφαλαίων, συμπεριλαμβανομένου όλων των επενδυτικών κεφαλαίων (κυρίως αμοιβαία κεφάλαια και ETFs), με εξαίρεση αυτά της Διαχείρισης Διαθεσίμων και Hedge Funds, αντιπροσωπεύουν το 38% των εν λόγω περιουσιακών στοιχείων.

**Figure 5.3: Net assets of US Listed ETFs**



Source: Thomson Reuters, Investment Company Institute

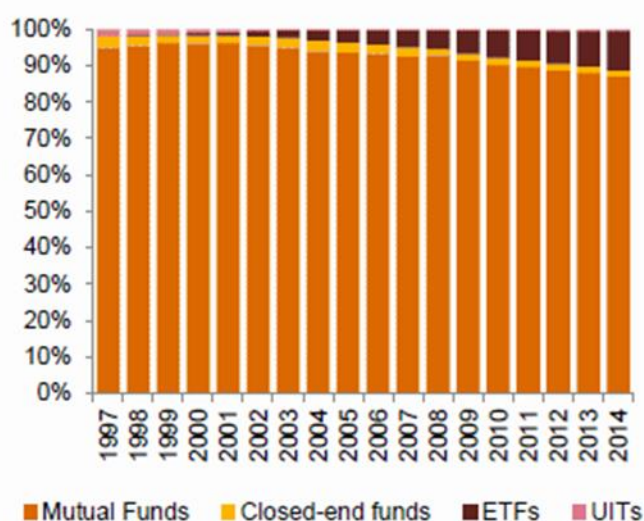
Αυτή η μακροπρόθεσμη αύξηση του μεγέθους των πόρων φαίνεται ότι θα συνεχιστεί, και συνέπεσε με τη μείωση του μεγέθους των ισολογισμών των τραπεζών τα οποία είναι διαθέσιμα για την αγορά. Αυτές οι δυο αντίθετες τάσεις δημιουργούν ανησυχίες για τις μακροπρόθεσμες συνθήκες ρευστότητας στην αγορά.

Μέσα στη μακροπρόθεσμη ανάπτυξη των επενδυτικών κεφαλαίων προέκυψε και η σχετικά νέα καινοτομία των διαπραγματεύσιμων αμοιβαίων κεφαλαίων (Exchange traded funds- ETFs). Τα ETFs δημιουργήθηκαν από διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων με σκοπό να αναπαράγει την απόδοση ενός συγκεκριμένου δείκτη. Τα ETFs λοιπόν, είναι μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων τα οποία εκδίδονται από Ανώνυμες Εταιρίες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (Α.Ε.Δ.Α.Κ.), αναπαράγουν την απόδοση ενός χρηματιστηριακού δείκτη και εισάγονται προς διαπραγμάτευση σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά. Τα ETFs αγοράζονται και πωλούνται όπως οι μετοχές και καλύπτουν σχεδόν όλο το φάσμα των επενδυτικών επιλογών όπως μεγάλους μετοχικούς δείκτες, μεμονωμένες χώρες, ευρύτερες γεωγραφικές περιοχές, μετοχικούς κλάδους, ομόλογα, εμπορεύματα, πολύτιμα μέταλλα, αλλά και κερδοσκοπικές επιλογές.

Η αγορά των ETFs έχει αυξηθεί σημαντικά. Το σύνολο των καθαρών περιουσιακών στοιχείων των ΗΠΑ που απαριθμούνται σε ETFs αποτιμάται πάνω από 2.000 \$ US δισεκατομμύρια η οποία αντιπροσωπεύει σήμερα το 10% του συνολικού ενεργητικού αμοιβαίων κεφαλαίων υπό διαχείριση. Οι συζητήσεις με τους συμμετέχοντες στην αγορά δείχνουν ότι τα ETFs είναι μια ευπρόσδεκτη καινοτομία που επιτρέπει συναλλαγών με μετοχές σε λιγότερο ρευστά περιουσιακά στοιχεία.

Τα ETFs σχηματίζονται με τη χρήση μονάδων δημιουργίας (creation Units) - δέσμες μετοχών ETF που κυμαίνονται από 10.000 έως 600.000 (50.000 είναι η πιο κοινή), οι οποίες παρέχονται σε Εξουσιοδοτημένο Συμμετέχων σε αντάλλαγμα για ένα χαρτοφυλάκιο χρεογράφων. Οι μετοχές αυτές στη συνέχεια πωλούνται στην ελεύθερη αγορά. Όταν υπάρχει ισχυρή ζήτηση για ETF, το μέγεθος του ταμείου διευρύνεται και δημιουργούνται νέες μονάδες δημιουργίας.

**Figure 5.4: Breakdown of US listed fund types, percentage of total fund assets**



Source: Thomson Reuters, Investment Company Institute

Προκειμένου να ρευστοποιήσει ένας επενδυτής ένα ETF, μπορεί απλά να πουλήσει το μερίδιο του στην ανοικτή αγορά. Μια έρευνα της ICI διαπίστωσε ότι τα τέσσερα πέμπτα των εμπορικών ομολόγων ETFs διαπραγματεύονται με αυτόν τον τρόπο. Για το υπόλοιπο ένα πέμπτο, εξουσιοδοτημένοι συμμετέχοντες μπορούν να εξαργυρώσουν μονάδες δημιουργίας με την ETF άμεσα, μειώνοντας το AUM (Assets under management) περιουσιακά στοιχεία υπό διαχείριση. Τα περιουσιακά στοιχεία υπό διαχείριση (AUM) ενός ETF υπολογίζονται πολλαπλασιάζοντας μετοχές σε κυκλοφορία με την τιμή της αγοράς ανά μετοχή του ETF. Αυτές οι εξαγορές μπορούν να πάρουν δύο μορφές: σε είδος, όπου ανταλλάσσονται μονάδες δημιουργίας για ένα ποσοστό των περιουσιακών στοιχείων που κατέχονται από το ταμείο ή, σε μετρητά, όπου ανταλλάσσονται μονάδες για μετρητά, αναγκάζοντας το ταμείο να ρευστοποιήσει ένα μέρος των περιουσιακών στοιχείων. Τα ETFs μπορεί τυπικά να επιμείνουν σε εξαγορές σε είδος, αντί σε μετρητά κατά τη διάρκεια ακραίων φαινομένων, για την προστασία της αξίας του ταμείου αλλά και των επενδυτών.

Υπάρχουν κάποιες ανησυχίες σχετικά με την εκτέλεση των ETFs σε δύσκολες περιπτώσεις ρευστότητας. Ωστόσο, οι επιδόσεις των ETFs υπήρξαν αρκετά ανθεκτικές στις οποίες δυσκολίες της αγοράς παρουσιάστηκαν. Τα ομόλογα των ETFs έχουν αντιμετωπίσει το τελευταίο διάστημα μικρές εκδηλώσεις στρες χωρίς μεγάλη δυσκολία. Σε τέτοιες περιπτώσεις μπορεί να υπάρχει διαφορά μεταξύ της αγοραίας αξίας του ETF και το υποκείμενο ενεργητικό του, αλλά το arbitrage συνήθως αντισταθμίζεται από τους εμπόρους με την αγορά του ETF και την πώληση του σχετικού χαρτοφυλακίου, ή το αντίστροφο.

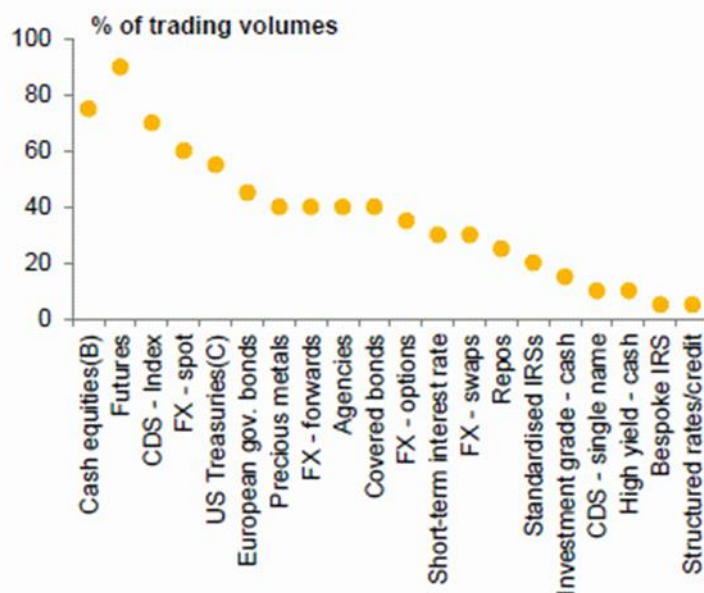
Εν κατακλείδι τα ETFs αποτελούν μια πολύτιμη προσθήκη στην γκάμα των επενδυτικών επιλογών που διατίθενται στους επενδυτών ενώ παράλληλα βελτιώνουν τη ρευστότητα της αγοράς. Παρ' όλα αυτά δεν έχουν πραγματικά δοκιμαστεί κατά τη διάρκεια stress event, και οι αναλυτές πιστεύουν ότι η συνεχιζόμενη αύξηση των ETFs δεν θα δώσει λύση στις προκλήσεις ρευστότητας που αναζητά η αγορά.

3) Οι Επιπτώσεις από τις ηλεκτρονικές πλατφόρμες που πραγματοποιούν συναλλαγές

Μια ηλεκτρονική πλατφόρμα συναλλαγών (ETP- Electronic trading platform) επιτρέπει στον συναλλασσόμενο να πραγματοποιεί τις συναλλαγές του για χρηματοπιστωτικά προϊόντα μέσω υπολογιστών. Το ηλεκτρονικού εμπορίου έχει αναπτυχθεί κυρίως προκειμένου να παρέχει στους πελάτες υπηρεσίες με χαμηλότερο κόστος. Μια πλατφόρμα μπορεί να είναι συνδεδεμένη με ένα ή πολλά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Θεωρητικά, με την άρση των γεωγραφικών περιορισμών και επιτρέποντας πολυμερή αλληλεπίδραση, μπορεί να ενισχυθεί η ρευστότητα της αγοράς. Προς αυτή την κατεύθυνση συντελεί πλεονέκτημα που προσφέρουν οι ηλεκτρονικές πλατφόρμες αυτό ότι συνδέει τους αγοραστές και τους πωλητές πιο αποτελεσματικά. Επιπλέον στα πλεονεκτήματα που προσφέρουν οι ηλεκτρονικές πλατφόρμες πρέπει να συνυπολογιστούν μειώνουν τα spread, αυξάνουν τον όγκο των συναλλαγών και να μειώνουν τη μεταβλητότητα. Επιπλέον οι ηλεκτρονικές συναλλαγές μπορεί να διευκολύνουν τη διάδοση των πληροφοριών και τη βελτίωση της διαφάνειας.

Στον αντίποδα υπάρχει ιδιαίτερος σκεπτικισμός σήμερα πάνω στην ικανότητα των ETP να διατηρήσουν τη ρευστότητα της αγοράς σε καταστάσεις στρες(stress event).

**Figure 5.5: Electronic market development by asset class, 2012**



Εν κατακλείδι η εισαγωγή των ETP είναι απίθανο να οδηγήσει σε μια άμεση αλλαγή των συνθηκών ρευστότητας στις χρηματοπιστωτικές αγορές σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα. Η ανάπτυξη του ETP είναι ακόμα στα αρχικά της στάδια, και θα μπορούσε να έχει θετικό αντίκτυπο στη μελλοντική ρευστότητα και τη βελτίωση της αποτελεσματικότητας των αγορών.

#### 4.Οι επιπτώσεις και οι συμπεριφορές των νέων συμμετεχόντων στην αγορά των Capital Markets

Κανονιστικές αλλαγές σε συνδυασμό με τις πιέσεις να βελτιώσει τις οικονομικές επιδόσεις των τραπεζών έχουν οδηγήσει κάποιες τράπεζες σε έξοδο από τις δραστηριότητες ειδικής διαπραγμάτευσης, η οποία έχει αρνητικές επιπτώσεις για τις συνθήκες ρευστότητας για ορισμένες αγορές. Υπάρχει στατιστικά σημαντική σχέση μεταξύ του αριθμού των ειδικών διαπραγματευτών και το ασφάλιστρο κινδύνου ρευστότητας σε εταιρικά ομόλογα. Αυτό συνοδεύτηκε από μια αλλαγή σε τράπεζες επιχειρηματικών μοντέλων από principal- με το πρακτορείο με βάση το ρόλο, καθώς οι τράπεζες τραβήξαν προς τα πίσω από τη διάπραξη κεφαλαίων επιχειρηματικού κινδύνου με τη λήψη της αγοράς.

Ωστόσο, η υποχώρηση των τραπεζών από τις χρηματαγορές έχει επίσης συνοδευτεί από την είσοδο ή την ανάπτυξη άλλων συμμετεχόντων στην αγορά, η οποία μπορεί

να μετριάσει από τις αρνητικές επιπτώσεις της ρευστότητας από την δραστηριότητα της αγοράς αποφάσεων μειώνεται τράπεζα. Παρακάτω θα αναλύσουμε τις πιθανές επιπτώσεις της ρευστότητας των άλλων συμμετεχόντων στην αγορά, όπως:

- Οι traders υψηλής συχνότητας (High-frequency traders)
- Πρωταθλητές περιφέρειας (Regional champions)
- Οι επιχειρήσεις που πραγματοποιούν εμπορικές συναλλαγές (Commodity trading firms)
- Τα hedge funds
- Ανεξάρτητοι παίχτες που διαμορφώνουν την αγορά (Independent market makers)
- Specialist brokers.

Οι traders υψηλής συχνότητας (High frequency traders)

Οι συναλλαγές υψηλής συχνότητας (HFT) είναι η χρήση ισχυρών αλγορίθμων για την ανάλυση των αγορών και παράλληλα η εκτέλεση συναλλαγών σε πολύ υψηλές ταχύτητες, χωρίς χειροκίνητη εισαγωγή των θέσεων τους κατά το χρόνο των συναλλαγών. Οι έμποροι υψηλής συχνότητας γενικά δεν κατέχουν θέσεις για μεγάλο χρονικό διάστημα, αλλά κινούνται μέσα από βραχυπρόθεσμες θέσεις, προκειμένου να εισπράττουν κλασματικά περιθώρια, σε μεγάλες ποσότητες.

HFT καλύπτει ένα ευρύ φάσμα στρατηγικών διαπραγμάτευσης, οι οποίες περιλαμβάνουν:

- Latency arbitrage, η οποία μπορεί να επιτευχθεί μέσω της λήψης πληροφοριών που είναι δημοσιοποιημένες πριν από τους άλλους συμμετέχοντες στην αγορά.
- Υποδείγματα συναλλαγών, είναι η χρήση αλγορίθμων προκειμένου να εντοπίσουν πρότυπα συναλλαγών και να πραγματοποιήσουν συναλλαγές με βάση αυτά, έως ότου καταστούν μη κερδοφόρα.
- Προνοητικές συναλλαγές, οι οποίες διαπραγματεύονται μεταξύ των θεσμικών επενδυτών.

Υπάρχουν κάποιες ενδείξεις ότι η δραστηριότητα των HFTs συνδέεται με τη βελτίωση στην ανακάλυψη των τιμών, με τα αυστηρότερα spread κατά την προσφορά αλλά και τη ζήτηση και τη μείωση ανεπιθύμητων selection.<sup>254</sup>



Ωστόσο, τα HFT μπορεί επίσης να έχουν αρνητικές επιπτώσεις στην αγορά. Η ζήτηση για τις συναλλαγές της αγοράς που δημιουργούν μπορεί να εξαφανιστούν, όταν η αγορά έχει ανάγκη από μεγαλύτερη ρευστότητα. Αυτό εγείρει το ερώτημα του κατά πόσον HFTs είναι μια αξιόπιστη πηγή συναλλακτικής δραστηριότητας σε περιόδους stress. Ακαδημαϊκή έρευνα παρέχει στοιχεία που αποδεικνύουν ότι τα HFTs αποσύρθηκαν από την αγορά κατά τη διάρκεια του κραχ της 6ης Μαΐου 2010.255

#### Πρωταθλητές περιφέρειας (Regional champions)

Ενώ αμερικανικές και ευρωπαϊκές τράπεζες, οι οποίες παραδοσιακά έπαιζαν τον ρόλο του διαμορφωτή στις παγκόσμιες αγορές, έχουν μείωση τις δραστηριότητες τους, για τους λόγους που έχουμε αναφέρει ήδη, μια σειρά από περιφερειακές τράπεζες παίρνουν την ευκαιρία να ξεκινήσουν ή να επεκτείνουν τις δραστηριότητες, ιδιαίτερα στην περιοχή της Ασίας-Ειρηνικός. Πιο συγκεκριμένα παραδείγματα χωρών που ακολουθούν οι τράπεζες τους αυτή την πολιτική είναι η Αυστραλία, ο Καναδάς, η Ιαπωνία και οι Κινεζικές τράπεζες. Οι περισσότερες από αυτές τις τράπεζες επικεντρώνονται στις εγχώριες αγορές τους, αξιοποιώντας την τοπική τεχνογνωσία και πελατειακές σχέσεις τους.

Οι συμμετέχοντες στην αγορά χαιρετίζουν την τάση αυτή, δεδομένου ότι αντικαθιστά ένα μέρος της δυναμικότητας που οι παγκόσμιες τράπεζες έχουν μειώσει την δραστηριότητα τους, αν και η συνολική δυναμικότητα παραμένει μειωμένη. Οι περιφερειακές τράπεζες μπορούν να επικεντρωθούν σε συγκεκριμένους τομείς της αγοράς, αλλά πολλές από αυτές δεν έχουν την ικανότητα να στηρίξουν μεγάλης κλίμακας δραστηριότητες. Οι συμμετέχοντες στην αγορά τόνισαν επίσης ότι αυτές οι περιφερειακές πρωταθλητές επικεντρώνεται σε μικρού μεγέθους δραστηριότητες και με σχετικά ρευστοποιήσιμα στοιχεία ενεργητικού.

Η σχετικά μικρή κλίμακα των περιφερειακών Τραπεζών περιορίζει την ικανότητα τους να κάνουν το μεγάλο βήμα και αναλάβουν το ρόλο του διαμορφωτή το οποίο κατείχαν προηγουμένως οι πολυεθνικές τράπεζες.

Οι επιχειρήσεις που πραγματοποιούν εμπορικές συναλλαγές (Commodity trading firms)

Οι επιχειρήσεις εμπορικές συναλλαγές (CTFS) είναι εξειδικευμένες εμπορικές συναλλαγές εταιρείες, συχνά με ένα μετασχηματισμό των επιχειρήσεων που σχετίζονται εμπορευμάτων (μεταφορά, αποθήκευση ή τελειοποίησης / μεταποίησης).

Από το 2011 υπήρξε μια σημαντική μείωση του αριθμού των τραπεζών και τη συμμετοχή τους σε εμπορικές συναλλαγές, όπως ρύθμιση και ένα πιο δύσκολο περιβάλλον εμπορικών συναλλαγών έχει μειωθεί την προθυμία τους να το εμπόριο.

Μεγάλο μέρος αυτής της έλλειμμα έχει ενταχθεί από CTFS καθώς έχουν ληφθεί πλεονέκτημα του χαμηλότερου κεφαλαιακές απαιτήσεις να αυξήσουν το μερίδιό τους στην αγορά. Κατά συνέπεια, είναι όλο και περισσότερο ως βασική πηγή της συναλλακτικής δραστηριότητας στην αγορά (αλλά όχι διαμορφωτές της αγοράς). Ωστόσο, σε περιόδους ακραίων πιέσεων στις αγορές και η αστάθεια, η εμπορική δραστηριότητα της αγοράς που παρέχουν μπορεί γρήγορα να πέσει μακριά, με τον ίδιο τρόπο όπως και η HFTs. Επιπλέον, ενώ CTFS είναι επί του παρόντος εξαιρούνται από τους κανόνες της ΕΕ που διέπουν τις κεφαλαιακές απαιτήσεις για τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, η απαλλαγή αυτή έχει οριστεί να αφαιρεθεί, και είναι αναμένεται να υπόκεινται στις απαιτήσεις κεφαλαιακής ρύθμισης οδηγία IV. Αυτό θα αυξήσει τις κεφαλαιακές απαιτήσεις τους, μειώνοντας έτσι την ικανότητα για proprietary trading στις αγορές εμπορευμάτων.

#### Hedge funds

Τα hedge funds έχουν αυξηθεί τα τελευταία χρόνια και η τάση αυτή αναμένεται να συνεχιστεί. Σύμφωνα με έρευνα που πραγματοποίησε η Citibank αναφέρεται ότι το συνολικό κεφαλαίου που διαχειρίζονται τα hedge funds θα μπορούσε να αυξηθεί από τα \$ 2.900 δισεκατομμύρια το 2013 σε \$ 5.800 δισεκατομμύρια το 2018. (260) Παραδοσιακά τα hedge funds ήταν σε θέση να επιλέξουν διάφορες στρατηγικές διαπραγμάτευσης, αλλά με την ανάπτυξη δημιουργείται η ανάγκη να υιοθετήσουν πιο παραδοσιακές στρατηγικές κατανομής και εμπορίας των περιουσιακών στοιχείων. Αυτό υποδηλώνει ότι τα μεγαλύτερα hedge funds θα αποκτήσουν αρκετά κοινά στοιχεία με την επικρατούσα τάση των διαχειριστών κεφαλαίων.

Τα hedge funds μπορεί να αποτελέσουν μια χρήσιμη πηγή ζήτησης, όταν οι τιμές πέφτουν σε περίπτωση stress event. Συνεπώς μπορούν να συμβάλει στη μείωση της μεταβλητότητας βοηθώντας τις αγορές να βρουν εκκαθαριστή, όταν οι άλλοι

συμμετέχοντες στην αγορά θα αποφεύγουν να πραγματοποιήσουν κάποια συναλλαγή.

#### Independent market makers

Η ανάπτυξη των «ανεξάρτητων ειδικών διαπραγματευτών» έχει πραγματοποιηθεί με τη βοήθεια της τεχνολογίας και συγκεκριμένα με τη χρήση ηλεκτρονικών πλατφορμών αλλά και την θέληση των συναλλασσόμενων να πραγματοποιούν τις συναλλαγές τους μακριά από τις παγκόσμιες τράπεζες. Τέτοιες αγορές παρέχουν ταυτόχρονη αγορά και πώληση στις αγορές με την μεγαλύτερη συναλλάκτικότητα, όπως οι μετοχές..

Οι Independent market makers βοηθούν τους πελάτες να βρουν διαθέσιμη ρευστότητα, αλλά η σημερινή έκταση τους δεν σημαίνει ότι είναι σε θέση να αντικαταστήσει τις δραστηριότητες ειδικής διαπραγμάτευσης της παγκόσμιας αγοράς.

#### Specialist brokers

Μια τελευταία κατηγορία που πρέπει να αναφερθεί είναι οι «εξειδικευμένοι μεσίτες»( Specialist brokers),. Πρόκειται για επιχειρήσεις που δεν αναλαμβάνουν κάποιο κίνδυνο αλλά εκτελούν συναλλαγές για λογαριασμό των πελατών. Οι επιχειρήσεις αυτές έχουν ωφεληθεί από την αυξημένη πολυπλοκότητα και τη δυσκολία των συναλλαγών σε τρέχουσες αγορές.

Αυτή η νέα δραστηριότητα της αγοράς είναι ευπρόσδεκτη, αλλά δεν αντικαθιστά τις δραστηριότητες ειδικής διαπραγμάτευσης που παρέχονται από την παγκόσμια αγορά. Παρά το γεγονός ότι οι επιχειρήσεις αυτές βοηθούν στο να συνδέσουν τους αγοραστές με τους πωλητές προκειμένου να πραγματοποιήσουν τις συναλλαγές που επιθυμούν δεν μπορούν να δημιουργήσουν αγορά, καθώς χρησιμοποιούν ένα πολύ συγκεκριμένο επιχειρηματικό μοντέλο οργανισμού.

	<b>Dealers (for comparison)</b>	<b>High-frequency traders</b>	<b>Regional champions</b>	<b>Commodity trading firms</b>	<b>Hedge funds</b>	<b>Independent market makers</b>
<b>Size</b> (typically measured by balance sheet)	Global banks balance sheet typically exceeds US\$1 trillion	Minimal balance sheet required, as trades are executed quickly	The largest regional champions are around a third the size of global banks	The largest commodity trading firms are around a tenth the size of global banks	Own balance sheet is small, but access to significant funds under management, subject to mandate	Focus on most liquid markets limits the need for a large balance sheet
<b>Business model</b>	Client-driven market making activity	Client-driven trading or trading on own account	Client-driven trading, primarily deposit-funded	Trading activities complementary to commercial operations	Pool capital from investors with the aim of generating long-term investment returns	Market making in liquid assets. Agency model in less liquid assets.
<b>Trading strategy</b>	Market making by executing trades as principal until a buyer/seller match can be found	Typically day trading, with no significant, unhedged positions carried overnight	Small ticket sizes, agency model rather than principal trading model	Largely trading on own account, possibly to hedge commercial operations	Range of trading strategies motivated by maximising long-term returns for investors	Trading to provide client execution
<b>Impact on financial markets liquidity</b>	Most durable source of liquidity to capital markets, especially in less liquid markets	Provides additional intra-day liquidity but could potentially make trades more expensive for some market participants	Smaller balance sheets limit ability to replace global market-making activity	Some positive impact on commodity markets trading activity	Source of day to day trading activity, which can differ to other market participants. Can provide backstop demand in times of crisis	Limited impact on less liquid markets on account of size

### 3.5 Τρόποι Βελτίωσης της εταιρικής ρευστότητας

Οι βασικοί πυλώνες προκειμένου μια επιχείρηση να βελτιώσει την ρευστότητα της αλλά και να μπορέσει να είναι βιώσιμη και ανταγωνιστική αναλύονται παρακάτω:

- Αύξηση θέσεων ενεργητικού σε εύκολα ρευστοποιήσιμα στοιχεία υψηλής ποιότητας
- Μείωση της διάρκειας των στοιχείων του Ενεργητικού
- Αύξηση της διάρκειας των στοιχείων του Παθητικού
- Διαφοροποίηση πηγών χρήματος ανά διάρκεια, γεωγραφική περιοχή, δανειστή.
- Μελέτη της σύνθεσης των καταθέσεων και επέκταση των πηγών σταθερής χρηματοδότησης (πυρήνας καταθέσεων)
- Αύξηση των δανείων που εύκολα μπορούν να πωληθούν ή να τιτλοποιηθούν
- Μείωση του διοικητικού κόστους της επιχείρησης. Συμβάλλει ουσιαστικά στην βελτίωση της ανταγωνιστικότητας της και στην μακροχρόνια βιωσιμότητα της, ιδιαίτερα στο σημερινό επιχειρηματικό περιβάλλον.
- Αξιοποίηση των νέων τεχνολογιών και συστημάτων και η άμεση εφαρμογή τους. στις οδηγεί σε μείωση των εξόδων.
- Μείωση των διαδικασιών και της γραφειοκρατίας, με άμεσο αποτέλεσμα του κόστους λειτουργίας των επιχειρήσεων.

Επιπλέον κάθε εταιρία θα πρέπει σε τακτική βάση να πραγματοποιεί Ανάλυση χρηματοροών. Πιο συγκεκριμένα η μέθοδος ανάλυσης ανοιγμάτων ρευστότητας παρέχει στις επιχειρήσεις ένα αναλυτικό πλαίσιο μέτρησης των μελλοντικών αναγκών σε ρευστό, συγκρίνοντας τα ποσά των απαιτήσεων και των υποχρεώσεων που ωριμάζουν σε προκαθορισμένα χρονικά διαστήματα. Με αυτό τον τρόπο η επιχείρηση προγραμματίζει τις ανάγκες της σε ρευστό και καθορίζει το πώς θα καλύψει τις μελλοντικές της υποχρεώσεις. Επιπλέον οι εταιρίες προκειμένου να μεγιστοποιούν τη ρευστότητα τους θα πρέπει να κατανέμουν τις απαιτήσεις και τις υποχρεώσεις σε διαφορετικές χρονικές περιόδους. Τέλος βασικός παράγοντας για την ρευστότητα μιας εταιρίας και συγκεκριμένα για αυτές που συναλλάσσονται σε νομίσματα εκτός ευρώ είναι η ιστορική ανάλυση των άλλων νομισμάτων και το σωστό hedging για να διασφαλιστεί αρχικά η βιωσιμότητα της εταιρίας και εν συνεχεία η ρευστότητα της.

### **3.6 Εναλλακτικά Χρηματοδοτικά Εργαλεία**

Στη δύσκολη περίοδο που διανύει η χώρα μας, οι επιχειρήσεις καλούνται να αναζητήσουν κεφάλαια και από άλλα χρηματοοικονομικά εργαλεία και να μην περιμένουν μόνο από τον τραπεζικό δανεισμό αφού αυτήν την περίοδο είναι αρκετά περιορισμένος. Παράλληλα, σε ό,τι αφορά τις εισηγμένες αναφέρεται πως θα πρέπει να αντιμετωπίσουν τη δυσκολία τραπεζικής χρηματοδότησης και με αυξήσεις μμετοχικού κεφαλαίου, ειδικά τώρα που το ενδιαφέρον των ξένων επενδυτών για ελληνικούς τίτλους έχει αυξηθεί.

#### **1.Εταιρικά ομόλογα**

Να διευκρινίσουμε ότι το εταιρικό ομόλογο αποτελεί ένα δάνειο το οποίο αντλείται από τον εκδότη του δανείου (την εταιρεία) όχι μέσω της τραπεζικής διαμεσολάβησης αλλά μέσω των κεφαλαιαγορών. Τα ομόλογα επιτρέπουν στον εκδότη να χρηματοδοτήσει μακροπρόθεσμες επενδύσεις με εξωτερικά κεφάλαια.

Επενδυτές σε εταιρικά ομόλογα μπορεί να είναι ιδιώτες και θεσμικοί επενδυτές. Οι θεσμικοί επενδυτές περιλαμβάνουν αμοιβαία κεφάλαια, ασφαλιστικές εταιρείες, συνταξιοδοτικά ταμεία, εξειδικευμένα κεφάλαια που επιζητούν ευκαιρίες επένδυσης σε ομόλογα υψηλής απόδοσης (high yield bonds). Ταυτόχρονα σε πολλές αγορές ανά τον κόσμο δραστηριοποιούνται και ιδιώτες επενδυτές.

Η δυνατότητα έκδοσης νέων μετοχών μέσω του χρηματιστηρίου εταιρικών ομολόγων για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις αποτελεί μία βασική εναλλακτική λύση, ενώ με βάση τα υφιστάμενα προβλήματα ρευστότητας προτείνεται η στροφή σε ομολογιακές εκδόσεις και από τις μεγάλες επιχειρήσεις.

Ειδικότερα για τα εταιρικά ομόλογα τα πλεονεκτήματα για τις εκδότριες εταιρείες εντοπίζονται μεταξύ άλλων στην εναλλακτική μορφή χρηματοδότησης, στην εξασφάλιση μεσοπρόθεσμου και μακροπρόθεσμου κεφαλαίου, στη δυνατότητα διάρθρωσης του δανείου με τρόπο που να εξυπηρετεί τις ταμειακές ροές και τις χρηματοδοτικές ανάγκες της εταιρείας, στη δυνατότητα πρόσβασης σε έλληνες και ξένους επενδυτές μέσω του ΧΑ.

Παράλληλα, δεν ενσωματώνουν μετοχική σχέση με την εταιρεία, ενώ υπάρχει η δυνατότητα μη αποπληρωμής του δανείου με μετρητά αλλά για παραδειγμά μπορεί να γίνει με μετατρέψιμα ομολογιακά δάνεια. Ένα πλεονέκτημα αυτής της μεθόδου

χρηματοδότησης είναι ότι υπάρχει μεγάλη ευελιξία στην έκδοσή τους. Επίσης υπάρχει η δυνατότητα αποπληρωμής του δανείου είτε πρόωρα (callable bond) είτε σταδιακά με τακτικές τοκοχρεολυτικές δόσεις (amortised bond), εφόσον υπάρχει αντίστοιχη πρόβλεψη στους όρους έκδοσης του ομολογιακού δανείου. Τέλος οι χρεώσεις για την εισαγωγή των ομολογιών, την τήρηση αρχείων ομολογιούχων και την εξυπηρέτηση εταιρικών πράξεων διατηρούνται σε λογικά επίπεδα.

Το χρηματιστήριο της Αθήνας προχώρησε στη δημιουργία μιας νέας αγοράς εταιρικών ομολόγων στην Εναλλακτική Αγορά (ΕΝ.Α.), προκειμένου να αποτελέσει μια επιπλέον εναλλακτική επιλογή χρηματοδότησης για τις ελληνικές εταιρείες. Πρόκειται ουσιαστικά για τη δημιουργία μιας Εναλλακτικής Αγοράς Σταθερού Εισοδήματος. Στην αγορά αυτή οι απαιτήσεις εισόδου είναι πιο ευέλικτες και οι διαδικασίες ταχύτερες, διακινούνται εταιρικά ομόλογα μικρομεσαίων επιχειρήσεων, οι οποίες παρουσιάζουν καλές προοπτικές ανάπτυξης και ανάλογη διαβάθμιση της πιστοληπτικής τους ικανότητας.

### **Το πλαίσιο**

Το χρηματιστήριο της Αθήνας μέσω της Εναλλακτικής Αγοράς (ΕΝ.Α) προσφέρει πλέον τη δυνατότητα έκδοσης ομολογιακών δανείων ελληνικού ή αλλοδαπού δικαίου, όλων των κατηγοριών (κοινά, μετατρέψιμα, ανταλλάξιμα κ.ά.), και ένταξης των ομολογιών αυτών προς διαπραγμάτευση στην ΕΝ.Α., με βάση το υφιστάμενο ολοκληρωμένο κανονιστικό πλαίσιο της Εναλλακτικής Αγοράς Εταιρικών Ομολόγων.

### **Οι ομολογίες**

Η δυνατότητα έκδοσης και διαπραγμάτευσης εταιρικών ομολόγων στην ΕΝ.Α. απευθύνεται σε εταιρείες που έχουν ήδη εντάξει τις μετοχές τους προς διαπραγμάτευση σε μία από τις δύο κατηγορίες της Εναλλακτικής Αγοράς, ΕΝΑ ΣΤΕΠ (Στήριξης Επιχειρηματικότητας για μικρομεσαίες ή νεοσύστατες επιχειρήσεις) και ΕΝΑ Plus (εισηγμένες εταιρείες ήδη στην εν λόγω αγορά). Επίσης αφορά εταιρείες των οποίων οι μετοχές είναι εισηγμένες στην Κύρια Αγορά του ΧΑ και εταιρείες που επιθυμούν μόνο την ένταξη και τη διαπραγμάτευση των ομολογιών τους στην ΕΝ.Α., χωρίς την αντίστοιχη ένταξη και των μετοχών τους.

Σημειώνεται ότι σε περίπτωση έκδοσης ομολογιών μετατρέψιμων ή ανταλλάξιμων ή με παραστατικά δικαιωμάτων προς κτήση άλλων κινητών αξιών οι ομολογίες αυτές εντάσσονται στην ΕΝ.Α. μόνο αν οι κινητές αξίες στις οποίες αναφέρονται

διακινούνται ήδη στην ΕΝ.Α ή στην Κύρια Αγορά ή εντάσσονται ταυτόχρονα με τις ομολογίες.

Οι εταιρείες μπορούν να αντλήσουν κεφάλαια με την έκδοση ομολογιών που θα διατεθούν στο επενδυτικό κοινό, πρώτον, με ιδιωτική τοποθέτηση σε περιορισμένο κύκλο προσώπων, δεύτερον, με χρήση του μηχανισμού άντλησης κεφαλαίων ΗΒΙΠ (Ηλεκτρονικό Βιβλίο Προσφορών) για εκδόσεις ως 5 εκατ. ευρώ, μέσω του δικτύου μελών του ΧΑ και, τρίτον, με δημόσια προσφορά στο ευρύ επενδυτικό κοινό όπου απαιτείται ανάδοχος, σύνταξη ενημερωτικού δελτίου και έγκρισή του από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, καθώς και άδεια διενέργειας δημόσιας προσφοράς από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

## **2.Κεφάλαια Επιχειρηματικών Συμμετοχών (Venture Capital)**

Το venture capital είναι ένα χρηματοδοτικό εργαλείο που εμφανίστηκε στη δεκαετία του 1950 στις ΗΠΑ και αρκετά αργότερα αλλά δυναμικά στη Μ. Βρετανία καθώς επίσης και στις άλλες χώρες της Δ. Ευρώπης. Αποτελεί κατά κανόνα μια εναλλακτική μορφή χρηματοδότησης μέσω των Κεφαλαίων Επιχειρηματικών Συμμετοχών που απευθύνεται σε κυρίως νέα καινοτομικά project.

Εδώ και μερικά χρόνια έχει ξεκινήσει και στην Ελλάδα ο συγκεκριμένος θεσμός χωρίς να έχει καταφέρει να αναπτυχθεί στον βαθμό που υφίσταται στο εξωτερικό. Σήμερα στην Ελλάδα δραστηριοποιούνται στο χώρο του Venture Capital 20 περίπου εταιρείες.

Επιτυχημένες περιπτώσεις εισόδου venture capital στην Ελλάδα αποτελούν η Goody's, ο Γερμανός και η Chipita, ενώ στο διεθνές περιβάλλον επιτυχημένες περιπτώσεις εταιρειών που χρηματοδοτήθηκαν με venture capital αποτελούν η Microsoft, η Amazon.com και η Yahoo!

Η λειτουργία του Venture Capital

Οι εταιρείες Venture Capital χρηματοδοτούν τις επιχειρήσεις με αντάλλαγμα την απόκτηση ενός ποσοστού συμμετοχής στην εταιρία. Το ποσοστό αυτό εξαρτάται από το ύψος της χρηματοδότησης και το μέγεθος της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης, αλλά κατά κανόνα κυμαίνεται στα επίπεδα του 30%. Επιπλέον συμμετέχουν στην



στη λήψη των αποφάσεων αφού συνήθως έχουν εκπρόσωπο τους στο Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρίας. Η χρονική διάρκεια της επένδυσης κυμαίνεται συνήθως μεταξύ 3 και 7 ετών.

Οι επιχειρήσεις που χρηματοδοτούνται είναι συνήθως καινοτόμες επιχειρηματικές ιδέες και επιχειρηματικά σχέδια που δημιουργούν προσδοκίες για υψηλές αποδόσεις, ικανές να ανταμείψουν τις εταιρείες Venture Capital για το ρίσκο που αναλαμβάνουν.

Η συνεργασία των εταιρειών Venture Capital δεν περιορίζεται μόνο στην παροχή κεφαλαίων αλλά παρέχεται επίσης βοήθεια και σε ότι αφορά την διοίκηση, το marketing, την στελέχωση και το στρατηγικό σχεδιασμό της επιχείρησης. Σημαντικές επίσης για την χρηματοδοτούμενη επιχείρηση είναι οι σχέσεις της εταιρίας Venture Capital με άλλες επιχειρήσεις της αγοράς που μπορεί να χρησιμεύσουν στην σύναψη συνεργασιών.

Το βασικό πλεονέκτημα της χρηματοδότησης μέσω Venture Capital είναι η ότι η επιχείρηση δεν χρειάζεται να παρέχει εγγυήσεις για το κεφάλαιο που της χρηματοδοτείται. Συνεπώς, σε περίπτωση αποτυχίας της επιχείρησης, η εταιρεία Venture Capital δεν διεκδικεί επιστροφή των χρημάτων που επένδυσε στην επιχείρηση, εφόσον φυσικά τηρήθηκαν οι όροι της συμφωνίας μεταξύ των δύο πλευρών.

### **3. Ιδιώτες Επενδυτές (Business Angels)**

Με τον όρο αυτό εννοούνται ιδιώτες επενδυτές που οι οποίοι διαθέτουν κεφάλαια και επαγγελματική εμπειρία σε ένα συγκεκριμένο χώρο τα οποία και διαθέτουν σε νέους επιχειρηματίες με τη μορφή μακροπρόθεσμης επένδυσης.

Οι Επιχειρηματικοί Άγγελοι (ΕΑ) είναι ένας επιτυχημένος θεσμός ο οποίος δραστηριοποιείται στο εξωτερικό και γενικότερα στις χώρες του δυτικού κόσμου εδώ και αρκετά χρόνια. Στην Ελλάδα η χρηματοδότηση με τον τρόπο αυτόν δεν είναι ούτε θεσμοθετημένη ούτε ιδιαίτερα διαδεδομένη. Ωστόσο πρόσφατά δημιουργήθηκε ο θεσμός Δ.Ε.Α-Ε.Β.Ε.Α (Δίκτυο Επιχειρηματικών Αγγέλων). Οι βασικοί πυλώνες του θεσμού είναι:

- Η εξεύρεση ΕΑ στην Αττική αλλά και γενικότερα σε όλη τη χώρα, οι οποίοι θα αποτελέσουν το βασικό σκέλος του δικτύου, που κυρίως είναι έμπειροι

ιδιώτες με επιτυχία στον επιχειρηματικό στίβο οι οποίοι θα επενδύσουν σε νέες και καινοτόμες επιχειρήσεις και ιδέες.

- Η δεύτερη διάσταση είναι η σύνδεση του ΔΕΑ-ΕΒΕΑ με καινοτόμους επιχειρηματίες, ερευνητικά ινστιτούτα και επιχειρήσεις οι οποίοι θα υποβάλουν επενδυτικές προτάσεις προς χρηματοδότηση από τους ΕΑ.

Ευελπιστούμε ότι τα επόμενα χρόνια αναμένεται να επεκταθεί και στην Ελλάδα η χρηματοδότηση από ιδιώτες επενδυτές.

#### **4.Θερμοκοιτίδες Επιχειρήσεων (Business Incubators) & Τεχνολογικά Πάρκα (Technology Parks)**

Οι Θερμοκοιτίδες είναι τυποποιημένοι χώροι οι οποίοι δημιουργούνται για να παρέχουν ένα περιβάλλον που προσφέρει κοινές υποδομές και ειδικές υπηρεσίες, για ένα χρονικό διάστημα ( 6 έως 18 μήνες) διευκολύνοντας το ξεκίνημα και την ανάπτυξη νέων καινοτόμων επιχειρήσεων, οι οποίες στη συνέχεια μετακινούνται σε δικούς τους επαγγελματικούς χώρους και τη θέση τους στη Θερμοκοιτίδα καταλαμβάνουν άλλες νεώτερες επιχειρήσεις.

Ανάλογα με το σκοπό και το χαρακτήρα τους, οι θερμοκοιτίδες χωρίζονται στις παρακάτω βασικές κατηγορίες :

- Τεχνολογικές Θερμοκοιτίδες που στοχεύουν στην ανάπτυξη της τεχνολογίας και συνήθως βρίσκονται στο περιβάλλον Τεχνολογικών Επιστημονικών Πάρκων.
- Εξειδικευμένες Θερμοκοιτίδες οι οποίες φιλοξενούν επιχειρήσεις ενός συγκεκριμένου αντικειμένου. Αναφέρεται ως παράδειγμα η Θερμοκοιτίδα Agripolis στην Πάντοβα της Ιταλίας που προωθεί την αγροτική ανάπτυξη.
- Θερμοκοιτίδες που δημιουργούνται για τη διευκόλυνση μικρών νέων θυγατρικών ή για την εκκίνηση εμπορικών προσπαθειών από το τμήμα Έρευνας και Ανάπτυξης (R & D) μιας μεγάλης εταιρείας.

Οι περισσότερες περιπτώσεις Θερμοκοιτίδων είναι Τεχνολογικού περιεχομένου και είναι άμεσα συνδεδεμένες με Πανεπιστήμια και σε ορισμένες περιπτώσεις με Τεχνολογικά Ιδρύματα.

Οι Θερμοκοιτίδες έχουν ως βασικό στόχο την προώθηση των καινοτομιών οι οποίες οδηγούν σε επενδύσεις μέσω της παρεχόμενης βοήθειας προς τις νεοϊδρυόμενες (start up) επιχειρήσεις που εγκαθίστανται σε αυτές.

Οι start up εταιρίες στο ξεκίνημα τους αντιμετωπίζουν διάφορα προβλήματα τα οποία διαφοροποιούνται ανάλογα με το αντικείμενο τους και το περιβάλλον στο οποίο δραστηριοποιούνται.

Οι βασικές ανάγκες και τα προβλήματα που καλούνται να καλύψουν/βοηθήσουν οι θερμοκοιτίδες για λογαριασμό των ενοίκων τους, είναι :

- το υψηλό αρχικό κόστος της επένδυσης,
- η έλλειψη πρόσβασης σε πηγές κεφαλαίων,
- η ανεπαρκής πληροφόρηση αγοράς και τεχνικής πληροφόρησης (τεχνογνωσίας)
- η δυσκολία πρόσβασης στη νέα τεχνολογία.
- η αδυναμία διατήρησης και επέκτασης των όποιων ανταγωνιστικών πλεονεκτημάτων,
- η αδυναμία διοίκησης και οργάνωσης,
- η έλλειψη ορίζοντα προγραμματισμού,
- η έλλειψη εκτίμησης του επιχειρηματικού κινδύνου,

Ο θεσμός της θερμοκοιτίδας έχει αρχίσει και αναπτύσσεται αρκετά τα τελευταία χρόνια μας στη χώρα μας με αποτέλεσμα αρκετές start up εταιρίες να εξελίσσονται και να αναπτύσσουν επιτυχημένα επιχειρηματικά μοντέλα όχι μόνο στην Ελλάδα αλλά και στο εξωτερικό.

### 3.7 Εταιρική ρευστότητα και αποτίμηση εταιρειών

Η εξασφάλιση ικανοποιητικής ρευστότητας και η αποφυγή σημαντικών επισφαλειών αποτελούν σήμερα προτεραιότητα όλων των επιχειρήσεων, καθώς οι τράπεζες ακόμη αδυνατούν να στηρίξουν τις ελληνικές επιχειρήσεις και συνεπώς θα συνεχίσουν να είναι σφιχτές στις χρηματοδοτήσεις.

Η έλλειψη ρευστότητας όμως θα δημιουργήσει μεγάλες ανακατατάξεις στον επιχειρηματικό χάρτη της χώρας, με αποτέλεσμα να προκύψουν σημαντικές ευκαιρίες εξαγορών και απορροφήσεων σημερινών ανταγωνιστών, για όσες εταιρίες διαθέτουν την απαιτούμενη ισχύ και την επαρκή ρευστότητα. Προς αυτή την κατεύθυνση συμβάλουν και οι τράπεζες οι οποίες λόγω του μεγάλου τραπεζικού δανεισμού που έχουν αρκετές εταιρείες πιέζουν από την πλευρά τους στο να πραγματοποιηθούν κινήσεις εξαγορών ή συγχωνεύσεων προκειμένου να καταστούν βιώσιμες οι εταιρείες αλλά και οι Τράπεζες από την πλευρά τους να μην υποστούν την ενδεχόμενη μη αποπληρωμή του χρέους της εταιρείας από πιθανή πτώχευση της.

Αναλύοντας παραπάνω τα μοντέλα αποτίμησης των εταιριών θα πρέπει να ληφθεί υπόψη και το περιβάλλον που πραγματοποιείται η αποτίμηση αλλά και οι συνθήκες που επικρατούν στο οικονομικό περιβάλλον της εταιρείας. Πιο συγκεκριμένα αποτιμώντας την εταιρεία πρέπει να εξεταστεί με ποιους τρόπους θα χρηματοδοτείται μελλοντικά η εταιρεία, ειδικά σε συνθήκες όπως στη χώρα μας που το τραπεζικό σύστημα αδυνατεί να στηρίξει τις επιχειρήσεις. Είναι πολύ σημαντικό προτού προχωρήσει μια εταιρεία στην εξαγορά/συγχώνευση να έχει βρει τα χρηματοδοτικά εργαλεία που θα στηρίξουν την επενδυτική κίνηση. Για παράδειγμα μπορεί η εταιρεία «στόχος» να έχει τη δυνατότητα να δημιουργεί θετικές ταμειακές ροές και να έχει και θετικό ΚΠΦΤΑ αλλά η κάλυψη των άμεσων δανειακών υποχρεώσεων ή ενδεχόμενη μελλοντική ανάγκη για κεφαλαιουχικές δαπάνες μπορεί να μην υπάρχει η δυνατότητα να καλυφθεί από τις θετικές ταμειακές ροές, η εταιρεία θα πρέπει να βρει εναλλακτικούς τρόπους χρηματοδότησης. Συνεπώς η ρευστότητα επηρεάζει άμεσα στην αποτίμηση μιας εταιρείας είτε άμεσα είτε έμμεσα.

Σημαντικό παράδειγμα των αρνητικών επιπτώσεων της έλλειψης ρευστότητας αποτελεί η εταιρεία Μαρινόπουλος η οποία πρόσφατα υπέβαλε αίτημα υπαγωγής στο άρθρο 99. Η ενδεχόμενη εξαγορά του από την εταιρεία Σκλαβενίτης θα

αποτελέσει case study καθώς συμπεριλαμβάνει όλες τις παραμέτρους που αναφέραμε παραπάνω.

## Κεφάλαιο 4 - Αποτίμηση Επιχείρησης

### 4.1 Σύντομη περιγραφή της εταιρείας Jumbo A.E

Η εταιρεία Jumbo είναι η μεγαλύτερη εταιρεία λιανικής πώλησης στην Ελλάδα στο τομέα των παιχνιδιών, των βρεφικών ειδών, των εποχιακών ειδών και των ειδών βιβλιοχαρτοπωλείου. Λειτουργεί 51 καταστήματα στην Ελλάδα, 5 στη Κύπρος, 8 στη Βουλγαρία και 7 στη Ρουμανία. Επιπλέον έχει προχωρήσει στην υπογραφή συμβάσεων franchise για άνοιγμα νέων καταστημάτων στη FYROM, 2 στην Αλβανία και ένα στο Κόσσοβο. Έχοντας ξεκινήσει ως αποκλειστικά εταιρεία παιχνιδιών το 1986, η Jumbo εξελίχθηκε σε κάτι περισσότερο από απλά μια εταιρεία λιανικής πώλησης παιχνιδιών και βρεφικών ειδών, συμπεριλαμβάνοντας πολλές νέες κατηγορίες προϊόντων. Στο ανθρώπινο δυναμικό της εταιρείας αριθμούνται 4.569 εργαζόμενοι. Η Έκτακτη Γενική Συνέλευση στις 12.12.2014 είχε αποφασίσει τη διανομή έκτακτου μερίσματος €0,18 ενώ για το 2015 λόγω των περιορισμών ροής κεφαλαίων στην Ελλάδα αποφάσισε να μην προχωρήσει σε διανομή μερίσματος. Η Jumbo κατάφερε να αντιμετωπίσει τις επιπτώσεις από την επιβολή του περιορισμού κεφαλαίων στην Ελλάδα με μεγάλη επιτυχία καθώς:

α) ο Όμιλος διέθετε επαρκή αποθέματα για την αδιάκοπτη τροφοδοσία των καταστημάτων του,

β) η Εταιρεία καθώς και οι θυγατρικές της ήταν επαρκώς κεφαλαιοποιημένες, χωρίς προβλήματα

ρευστότητας και με τα ταμειακά διαθέσιμα να υπερβαίνουν τις δανειακές υποχρεώσεις,

γ) ο Όμιλος έχει σημαντική παρουσία στην Ελλάδα ωστόσο λόγω της εξωστρέφειας του το 27% των εσόδων του αφορά τη δραστηριότητά του σε άλλες χώρες.

Το 75% των πωλήσεων στην Ελλάδα το για το έτος του 2015 προέκυψε από την Ελλάδα, αν και εκτιμάται ότι ο αριθμός αυτός είναι πιθανό να μειωθεί σε λιγότερο από το 70% μέχρι το 2017, δεδομένης της μεγάλης εξωστρέφειας που παρουσιάζει η εταιρεία.

Οι στόχοι που έθεσε η εταιρεία για τις πωλήσεις της χρήσης του 2016 η αύξηση μεταξύ 0% και 4% και συγκεκριμένα:

- Ελλάδα: -5% έως 0%
- Κύπρος: 5% έως 8%
- Βουλγαρία: 10% έως 12%
- Ρουμανία : διπλασιασμός

Τιμή μετοχής τελευταίου έτους



## 4.2 Οικονομική Ανάλυση της εταιρείας

Οι πωλήσεις της Jumbo παραμένουν σε ανοδική τροχιά διατηρώντας τον ρυθμό ανάπτυξης της εταιρείας στο 3-3.5% στην Ελλάδα τα τελευταία 3 εξάμηνα. Οι εγχώριες πωλήσεις όχι μόνο κινήθηκαν σε θετικούς ρυθμούς στο 4ο τρίμηνο του 2015, αλλά παρουσίασαν και ισχυρή ανάπτυξη, με αποτέλεσμα να παρουσιάσει αύξηση της τάξεως του 7% στη διάρκεια του τριμήνου. Παράλληλα κατάφερε να πετύχει την συνεχιζόμενη αύξηση των περιθωρίων κέρδους διατηρώντας τα κόστη σε χαμηλά επίπεδα. Αν η εταιρεία διατηρήσει το ίδιο μείγμα τιμολογιακής πολιτικής και κόστος πωληθέντων προβλέπεται σύμφωνα με αναλύσεις ότι το ΚΠΦΤΑ θα αυξηθεί για το έτος 2016 12%.

Για το μεσοπρόθεσμο χρονικό διάστημα οι εκτιμήσεις δείχνουν ότι η Jumbo μπορεί να πετύχει μια σταθερή ανάπτυξη των πωλήσεων της. Αναφορικά με τα κέρδη της εταιρεία προβλέπεται θα διατηρηθούν στα ίδια επίπεδα. Σε αυτή την εκτίμηση λαμβάνονται υπόψη τα εξής: 1) Οι τιμές του πετρελαίου δεν δείχνουν σημαντική ανάκαμψη 2) οι ναύλοι είναι πιθανό να παραμείνουν σταθεροί λόγω της πλεονάζουσας παραγωγικής ικανότητας στα εμπορευματοκιβώτια ναυτιλιακή βιομηχανία 3) η σύνθεση του προϊόντος θα συνεχίσει να έχει θετικά περιθώρια κέρδους 4) Η ισοτιμία ευρώ/δολαρίου δείχνει σταθεροποιείται κοντά στο 1.10. Οποιαδήποτε περαιτέρω υποτίμηση του ευρώ μπορεί να αντισταθμιστεί από μια πιθανή υποτίμηση του κινεζικού γουάν. Αν υποθέσουμε ότι η κερδοφορία των καταστημάτων επιστρέψει στα επίπεδα προ κρίσης το 2018 τότε εκτιμάται ότι το ΚΠΦΤΑ του ομίλου θα αυξηθεί κατά 15%. Ο όμιλός κατάφερε το 2ο τρίμηνο του 2015 να πετύχει φοβέρα αποτελέσματα με αποτέλεσμα να αυξηθούν οι εκτιμήσεις των αναλυτών για δεύτερη φορά μέσα στο ίδιο έτος.

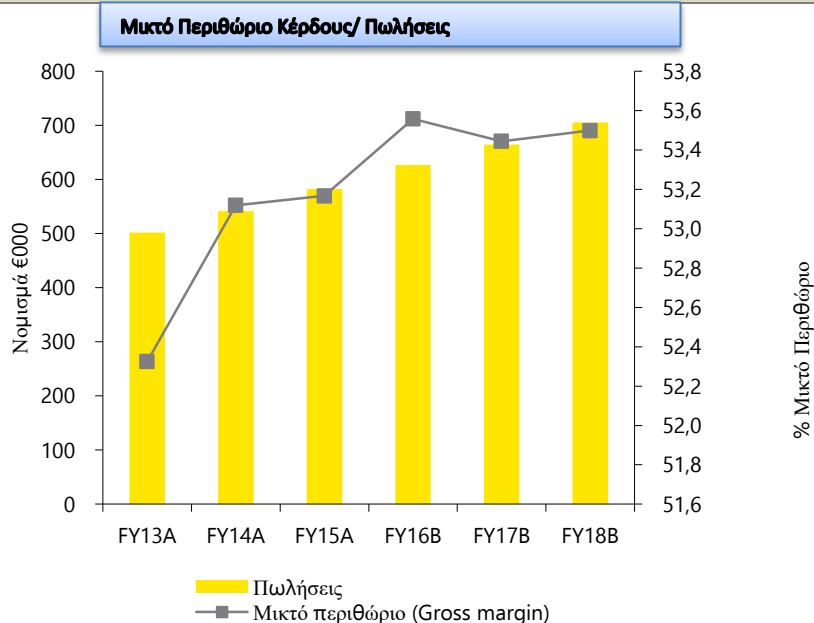
Το 75% των πωλήσεων της εταιρείας προέρχεται από την Ελλάδα, συνεπώς το προφίλ ανάπτυξης της Jumbo εξαρτάται κατά κύριο λόγο στην εγχώρια κατανάλωση. Η Ρουμανία, η Κύπρος και η Βουλγαρία συμβάλουν σημαντικά στην ανάπτυξη της εταιρείας, αλλά οι πωλήσεις τους προβλέπεται ότι θα παραμείνουν κάτω από το 32% του μίγματος των πωλήσεων στο εγγύς μέλλον. Αν υποθέσουμε ότι οι εγχώριες πωλήσεις ανά κατάσταση αυξηθούν 3-4% κατά τα επόμενα έτη, τότε προβλέπεται ότι ο Σύνθετος ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης (δείκτης CAGR) για τις πωλήσεις του ομίλου θα είναι 6% για τα έτη 2016-19. Αναφορικά με τα κόστη λειτουργίας δεν προβλέπεται ότι θα προκύψουν μεγάλα περιθώρια προκειμένου να μειωθεί περαιτέρω το σταθερό κόστος. Αυτό που θα μπορούσε να πετύχει η εταιρεία είναι να βελτιστοποιήσει περεταίρω περιθώριο κέρδους με μια δυνητική ίσως μείωση των ναύλων.

Η Jumbo έχει σημαντικά πάγια περιουσιακά στοιχεία. Σημαντικό είναι να αναφερθεί ότι κατέχει την πλήρη κυριότητα από περίπου το ήμισυ των καταστημάτων της. Η λογιστική αξία των ιδιόκτητων περιουσιακών στοιχείων του ομίλου (οικόπεδα και κτίρια), στα τέλη Δεκεμβρίου του 2015 ήταν €450εκ., δηλαδή 30% της τρέχουσας κεφαλαιοποίησης. Με τόσο σημαντικά πάγια περιουσιακά στοιχεία θα έχει μελλοντικά πολλές επιλογές αξιοποιώντας τα προκειμένου να αντλήσει επιπλέον κέρδη και αξία σας εταιρεία.

Παρακάτω παρουσιάζεται η Κατάσταση των αποτελεσμάτων χρήσης συμπεριλαμβανομένου και τις προβλέψεις για τα επόμενα έτη.



Currency: € 000	FY13A	FY14A	FY15A	FY16B	FY17B	FY18B
Πωλήσεις	502	542	583	627	665	706
Κόστος πωληθέντων εμπορευμάτων	239	254	273	291	310	328
Μικτό κέρδος	263	288	310	336	355	378
Λοιπά έξοδα	152	140	148	148	148	148
Λοιπά έσοδα	-	(2)	(2)	(2)	-	-
ΚΠΦΤΑ	110	147	159	186	207	230
Αποσβέσεις	19	19	21	23	24	24
ΚΠΦΤ	92	127	138	163	184	205
Καθαρά χρηματοοικονομικά έσοδα/έξοδα	4	3	(1)	3	4	9
ΚΠΦ	96	130	137	166	187	214
Φόροι	22	29	32	40	43	47
<b>Κέρδη μετά φόρων</b>	<b>74</b>	<b>101</b>	<b>105</b>	<b>126</b>	<b>145</b>	<b>168</b>
<b>Δείκτες</b>						
Μικτό περιθώριο (Gross margin)	52,3	53,1	53,2	53,6	53,4	53,5
Γενικά έξοδα ως ποσοστό επι των πωλήσεων	30,2	25,8	25,4	23,6	22,3	21,0
Περιθώριο ΚΠΦΤΑ	22,0	27,0	27,3	29,6	31,2	32,5
Καθαρό περιθώριο (Net margin)	19,1	24,0	23,5	26,5	28,2	30,3
Ρυθμός ανάπτυξης εσόδων	n/a	n/a	7,5	7,6	6,1	6,2



<b>Πωλήσεις ανά προϊόν</b>			
€000	2° 3μ15	2° 3μ16	%Μεταβολή
Παιχνίδια	66.2	72.0	8.8%
Βρεφικά είδη	10.9	12.1	10.3%
Είδη βιβλιοχαρτοπωλείου	11.9	13.1	9.8%
Είδη σπιτιού και εποχής	106.4	121.8	14.5%
<b>Σύνολο</b>	<b>195.6</b>	<b>219.1</b>	<b>12.0%</b>

### 4.3 Αποτίμηση

Η Jumbo είναι 25% κάτω από την ανώτατη τιμή της, αλλά σε όρους αποτιμήσεις και συγκεκριμένα σύμφωνα με το δείκτη (Enterprise Value / EBITDA) το discount έναντι της πιο πρόσφατης ανώτατης τιμής (το 2014) είναι ακόμη πιο έντονο και συγκριμένα 40%. Επιπλέον η Jumbo διαπραγματεύεται με discount 30% στο δείκτη PE (Price/Earnings per share) έναντι των αντίστοιχων εμπορών λιανικής πώλησης της ΕΕ, παρά το γεγονός ότι προσφέρει ένα συγκρίσιμο (ή και σε ορισμένες περιπτώσεις καλύτερο) προφίλ ανάπτυξης αλλά και ενίσχυσης του ισολογισμού σε ορίζοντα 3ετίας. Αυτό απεικονίζεται και στον πίνακα που παρατίθεται.

Peer group valuation	PE		EV/EBITDA		Dividend yield	FCF yield	ROA	EPS CAGR	EBITDA CAGR	PEG	Net debt / EBITDA
	CY16e	CY17e	CY16e	CY17e	CY16e	CY16e	2016e	3-year CAGR	3-year CAGR	2016e	2015e
Developed retail											
EuroStoxx Retail	17.4x	15.7x	8.0x	7.7x	2.8%	5%	9%	11%	6%	x	1.0x
<b>Jumbo</b>	12.1x	11.0x	6.7x	5.9x	2.5%	7%	10%	10%	8%	1.2x	-1.2x
Emerging retail											
Teknosa	45.9x	22.7x	3.8x	3.1x	2.6%	-3%	5%	NM	13%	NM	-2.9x
Magnit	14.1x	12.0x	8.1x	7.0x	3.4%	3%	16%	22%	24%	x	1.2x
Eurocash	25.4x	22.2x	13.7x	12.7x	2.0%	5%	5%	17%	8%	x	0.7x
Fawaz Abdulaziz Alhokair	10.4x	9.1x	9.2x	8.3x	5.2%	8%	14%	10%	11%	x	1.8x
Jarir Marketing	11.9x	10.8x	11.4x	10.2x	6.8%	7%	35%	6%	7%	x	-0.0x
Woolworths	16.8x	14.1x	10.8x	9.4x	3.7%	3%	11%	13%	12%	x	1.9x
<b>Emerging retail average</b>	<b>15.1x</b>	<b>12.7x</b>	<b>9.4x</b>	<b>8.2x</b>	<b>3.8%</b>	<b>4%</b>	<b>16%</b>	<b>18%</b>	<b>17%</b>	<b>x</b>	<b>1.2x</b>

Source: Bloomberg

Η μετοχή της Jumbo όμως συνεχίζει να παραμένει αρκετά ελκυστική για τους μακροπρόθεσμους επενδυτές και κατά καιρούς έχουν δημοσιοποιηθεί πολλά σενάρια εξαγοράς της εταιρείας. Προκειμένου να μελετήσουμε μια ενδεχόμενη κίνηση εξαγοράς κρίθηκε σκόπιμο να αποτιμηθεί η εταιρεία. Η αποτίμηση της εταιρείας πραγματοποιήθηκε με το μοντέλο των προεξοφλημένων ταμιακών ροών (Discount Cash Flows). Οι βασικές υποθέσεις που πραγματοποιήθηκαν στο μοντέλο είναι οι εξής:

- Το μεσοσταθμικό κόστος κεφαλαίου(WACC) ισούται με 12%
- Ο ρυθμός ανάπτυξης ισούται με 1%
- Το περιθώριο του Καθαρού Λειτουργικού Κέρδους μετά από Φόρους θα διατηρηθεί 18% και τα έτη 2017-2022 θα είναι ίσο με 19%.
- Οι πωλήσεις θα κινηθούν με ρυθμό ανάπτυξης 6% δηλαδή με το τρέχον ρυθμό ανάπτυξης
- Οι αποσβέσεις υπολογίζονται σε ορίζοντα 25ετίας
- Το κεφάλαιο κίνησης είναι ίσο με το ρυθμό ανάπτυξης των πωλήσεων και συγκεκριμένα 6%
- Οι κεφαλαιουχικές δαπάνες μειώνονται με ρυθμό 1%

Αναφορικά με τον υπολογισμό του Μεσοσταθμικού κόστους κεφαλαίου(WACC), ακολουθήθηκε η μέθοδος CAPM(Capital Asset Pricing Model). Το μοντέλο αυτό εκφράζει τη σχέση μεταξύ ρίσκου και αναμενόμενης απόδοσης του δυνητικού επενδύτη. Οι βασικές παραδοχές που έγιναν για τον υπολογισμό του CAPM είναι ότι το επιτόκιο χωρίς ρίσκο ισούται με 3.5% και η αναμενόμενη απόδοση με το 8%. Ο συντελεστής Beta είναι ένας δείκτης που δείχνει τη μεταβλητότητα, ή τον κίνδυνο μιας εταιρείας ή ενός χαρτοφυλακίου σε σύγκριση με την αντίστοιχη αγορά. Στο μοντέλο μας ο συντελεστής ισούται με 1.33 και είναι ο συντελεστής που δίνει το γνωστό site αναλύσεων S&P Capital IQ για την συγκεκριμένη εταιρεία.

Ο παρακάτω πίνακας αναλύει τη μέθοδο των υποτιμημένων καθαρών ταμιακών ροών (Discount Cash Flow) που ακολουθήθηκε για την αποτίμηση της εταιρείας.

<i>Currency: € 000</i>	FY16B	FY17B	FY18B	FY19B	FY20B	FY21B	FY22B	FY23B	FY24B	Υπολειμματική Αξία
Καθαρό Λειτουργικό Κέρδος μετά από Φόρους (NOPAT)	111	126	140	144	152	161	166	171	182	
Περιθώριο Καθαρού Λειτουργικού Κέρδους μετά από Φόρους περιθώριο (NOPAT margin)	0,18	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19	0,19	0,18	0,18	
Αποσβέσεις	20,3	20,7	20,4	20,4	20,4	20,4	20,4	20,4	20,4	
Κεφάλαιο Κίνησης (αύξηση)	(6,0)	(6,4)	(6,7)	(7,1)	(7,6)	(8,0)	(8,5)	(9,0)	(9,6)	
Κεφαλαιουχικές δαπάνες	(35,0)	(34,7)	(34,3)	(34,0)	(33,6)	(33,3)	(33,0)	(32,6)	(32,3)	
Καθαρές ταμιακές ροές	90	106	120	123	131	140	145	150	160	1.467
Παρούσα αξία Καθαρών Ταμιακών ροών	102	73	95	87	83	79	73	68	65	
Άθροισμα Παρούσας Αξίας	726									
Παρούσα αξία της υπολειμματικής αξίας	593									
Αξία Επιχείρησης	1.319									
Καθαρό κεφαλαίο (Net cash/debt)	158									
Αξία καθαρής θέσης (Equity value)	1.477									
Αριθμός μετοχών	136,1									
Αξία μετοχής	10,9									

Σύμφωνα με την παραπάνω ανάλυση η αποτίμηση της αξία της εταιρείας σε ενδεχόμενη κίνηση εξαγοράς ανέρχεται σε €1.319εκ. Επιπλέον η αξία της μετοχής της εταιρείας θα ανέλθει στα €10,9. Ακόμη έγινε ανάλυση και άλλων δεικτών αποτίμησης μια εταιρείας οι οποίοι παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα.

<i>Δείκτες αποτίμησης</i>					
<i>Νόμισμα: € 000</i>	FY14A	FY15A	FY16B	FY17B	FY18B
P/E	14,8	14,3	11,9	10,4	8,9
ROE	0,14	0,13	0,14	0,14	0,15
EV/EBITDA	9,2	8,4	6,6	5,7	4,7

Παρατηρούμε ότι ο δείκτης P/E (Price/ Earnings per Share, ή Τιμή μετοχής / Κέρδη ανά μετοχή) παρουσιάζει συνεχή μείωση. Αυτό κάνει και πιο ελκυστική την εταιρεία για δυνητικούς επενδυτές. Ουσιαστικά ο δείκτης δείχνει πόσες φορές πάνω πωλείται η μετοχή σε σχέση με τα κέρδη ή διαφορετικά, για τον επενδυτή που θα αγοράσει σήμερα τη συγκεκριμένη μετοχή πόσα χρόνια θα χρειασθεί να περάσουν

προκειμένου η εταιρία να επιτύχει αθροιστικά κέρδη που θα ισοδυναμούν με τη σημερινή τιμή της μετοχής. Γενικά για τον επενδυτή, είναι προς όφελός του, αυτός ο λόγος να είναι σχετικά χαμηλός και συγκεκριμένα για να θεωρηθεί μια μετοχή ελκυστική ο δείκτης πρέπει να είναι κάτω των 15 φορών.

Αντίστοιχα παρατηρούμε μείωση και στον δείκτη EV/EBITDA (Enterprise Value/Earnings before taxes depreciation & amortization ή Αξία επιχείρησης/ΚΠΦΤΑ). Η μείωση του δείκτη οφείλεται στην μεγάλη αύξηση του ΚΠΦΤΑ. Σημαντικό πλεονέκτημα του δείκτη είναι ότι παραμένει ανεπηρέαστος από τη σύνθεση των κεφαλαίων μιας επιχείρησης και ως εκ τούτου μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να συγκριθούν επιχειρήσεις με διαφορετικά επίπεδα χρέους.

Αναφορικά με τον δείκτη Return On Equity (Απόδοση ιδίων κεφαλαίων) παρατηρούμε ότι διατηρείται σταθερή με μια αυξητική τάση. Ο συγκεκριμένος δείκτης χρησιμοποιείται ως ένδειξη αποτελεσματικότητας μιας εταιρείας, δηλαδή πόσο κέρδος μπορεί να παράγει χρησιμοποιώντας τους διαθέσιμους πόρους που επενδύθηκαν από τους μετόχους της (μετοχικό κεφάλαιο) και τα αποθεματικά της. Οι επενδυτές συνήθως αναζητούν εταιρίες με υψηλή και αυξανόμενη απόδοση ιδίων κεφαλαίων (ROE). Συμπεραίνουμε όπως και από τους δυο παραπάνω δείκτες ότι η εταιρία είναι αρκετά ελκυστική για ένα δυνητικό επενδυτή.

Δεδομένου ότι η αγορά εξελίσσεται συνεχώς και αντίστοιχα τα δεδομένα αλλάζουν με ραγδαίες ταχύτητες κάθε εταιρία προτού προχωρήσει σε μια κίνηση εξαγοράς αλλά και η ίδια η εταιρία για εσωτερική της χρήση κάνει ανάλυση ευαισθησίας σε κάποιους δείκτες που κρίνει σκόπιμους. Στη συγκεκριμένη περίπτωση δεδομένου ότι είναι πολύ ρευστό το κλίμα στη χώρα μας έγινε ανάλυση ευαισθησίας μεταξύ του ρυθμού ανάπτυξης και του ΜΣΚΚ (Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου). Παρακάτω ο πίνακας αναλύει διαφορές περιπτώσεις σε περίπτωση που μεταβληθεί το ΜΣΚΚ, ή ο ρυθμός ανάπτυξης ή και τα δυο μαζί.

	Ρυθμός ανάπτυξης							
	€/share	-3,00%	-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%	3,00%
ΜΣΚΚ	0,095	10,2	10,6	11,0	11,5	12,1	13,0	14,0
	0,100	10,0	10,4	10,8	11,3	11,8	12,6	13,5
	0,110	9,8	10,1	10,4	10,8	11,3	11,9	12,6
	0,120	9,6	9,8	10,1	10,5	10,9	11,3	11,9
	0,130	9,4	9,6	9,9	10,2	10,5	10,9	11,4
	0,140	9,2	9,4	9,6	9,9	10,2	10,5	11,0
	0,150	9,1	9,2	9,4	9,7	9,9	10,2	10,6

Η τιμή της μετοχής της Jumbo έχει αποδειχθεί αρκετά ανθεκτική κατά τους τελευταίους μήνες σε σύγκριση με τη μείωση που παρουσιάζουν οι περισσότερες μετοχές του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Αυτό καθιστά τη Jumbo στις εταιρείες με τις καλύτερες επιδόσεις της ελληνικής οικονομίας τους τελευταίους δώδεκα μήνες. Αυτό βέβαια δημιουργεί και το ερώτημα στους επενδυτές ως προς το κατά πόσον θα υπάρξει περαιτέρω σημαντική άνοδος, ιδίως όσο η τρέχουσα αποτίμηση της Jumbo δεν είναι ελκυστική.

Κοιτάζοντας την ιστορική αποτίμηση της Jumbo, είναι σαφές ότι η μετοχή της κατά το παρελθόν έχει διαπραγματευτεί σε σημαντικά υψηλότερα πολλαπλάσια (> 20x PE και 15x EV / EBITDA). Ωστόσο είναι αλήθεια ότι η αποτίμηση της Jumbo πριν από το 2007 ήταν υπερτιμημένη και είχε ενσωματώσει την προσδοκία της αύξησης των κερδών. Παρ' όλα αυτά η αύξηση των κερδών του ομίλου (μεγάλη αύξηση EBITDA) διατηρεί την μετοχή της αρκετά ελκυστική. Επιπλέον, οι καθαρές ροές της εταιρείας ανέρχονται σε €280m, αποτελώντας την ισχυρότερη θέση ισολογισμού που είχε ποτέ. Παρά το γεγονός ότι η τιμή διαπραγματεύεται σε τιμή 25% κάτω από την ανώτατη τιμή, η αποτίμηση της εταιρείας παρουσιάζει 40-50% υποτίμηση σε σχέση με την ανώτατη τιμή προ κρίσης αυτό αποτυπώνεται και στα διαγράμματα παρακάτω.

## Κεφάλαιο 5. Συμπεράσματα

### 5.1 Επίλογος – Συμπεράσματα

Στόχος της συγκεκριμένης διπλωματικής ήταν η ανάλυση δυο πολύ σημαντικών θεμάτων για τον σύγχρονο επιχειρηματικό κόσμο αλλά και για την ελληνική επιχειρηματικότητα, αυτό της αποτίμησης των εταιριών αλλά και της εταιρικής ρευστότητας. Η αποτίμηση αποτελεί ένα πολύ σημαντικό χρηματοοικονομικό εργαλείο το οποίο λαμβάνεται υπόψη σχεδόν σε όλες επιχειρηματικές αποφάσεις και στρατηγικές μιας εταιρείας. Υπάρχουν αναρίθμητα μοντέλα αποτίμησης των εταιρειών και εμείς επιλέξαμε να παρουσιάσουμε τις βασικές μεθόδους αποτίμησης των εταιριών. Συγκεκριμένα πραγματοποιήθηκε ανάλυση των μεθόδων Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών, των μεθόδων που βασίζονται σε Λογιστικά Δεδομένα και τέλος των σημαντικότερων Πολλαπλασιαστών Αποτίμησης Επιχειρήσεων.

Προχωρήσαμε σε οικονομική ανάλυση της εταιρείας Jumbo AE και εφαρμόσαμε το μοντέλο της προεξόφλησης των Ταμειακών ροών προκειμένου να αποτιμήσουμε την αξία της εταιρείας. Παράλληλα πραγματοποιήθηκε ανάλυση ευαισθησίας του συντελεστή ΜΣΚΚ (WACC) σε σχέση με το ρυθμό ανάπτυξης.

Συμπερασματικά θα μπορούσαμε να πούμε ότι ένα μοντέλο αποτίμησης προκειμένου να καταλήγει σε ένα ρεαλιστικό αποτέλεσμα θα πρέπει λαμβάνει υπόψη όσο το δυνατό περισσότερους παράγοντες και συνάμα να προσαρμόζει ενδεχόμενους κινδύνους όπως η έλλειψη μελλοντικής ρευστότητας, ο πολιτικός κίνδυνος και η εταιρική διακυβέρνηση.

Με αφορμή την οικονομική κρίση που βιώνει η χώρα μας αλλά και το μεγάλο αντίκτυπο στην επιχειρηματικότητα αλλά και συγκεκριμένα στην εταιρική ρευστότητα αποφασίσαμε να αναλύσουμε αυτό το μείζον θέμα της ρευστότητας. Μία εταιρία που διαθέτει υψηλή ρευστότητα, έχει μικρότερο κίνδυνο ρευστότητας, κίνδυνο δηλαδή να βρεθεί σε δυσκολία εκπλήρωσης των χρεών της, από μία εταιρία που δεν έχει αυτή τη δυνατότητα. Παράλληλα μια εταιρία που διαθέτει υψηλότερο δείκτη ρευστότητας έχει γενικά περισσότερη οικονομική ευελιξία για να αναλάβει νέες επενδυτικές ευκαιρίες. Παρ' όλα αυτά σε ένα οικονομικό περιβάλλον που το τραπεζικό σύστημα είναι αδύναμο και δεν μπορεί να στηρίξει τις ελληνικές επιχειρήσεις η ρευστότητα των εταιριών καθίσταται βασικός παράγοντας για την εύρυθμη λειτουργία τους αλλά και συνάμα αστάθμητος. Με γνώμονα αυτό έγινε ανάλυση του αντίκτυπου του αντίκτυπο των κανονισμών του χρηματοπιστωτικού τομέα στη ρευστότητα των

χρηματοπιστωτικών αγορών. Παράλληλα παρουσιάσθηκαν οι βασικότεροι δείκτες προσδιορισμού ρευστότητας μια εταιρείας. Έγινε αναλυτική περιγραφή των παραγόντων που θα επηρεάσουν τη μελλοντική ρευστότητα και παράλληλα προτάθηκαν εναλλακτικά χρηματοδικά εργαλεία που χρησιμοποιούνται σε μεγάλο βαθμό στις χώρες του δυτικού κόσμου. Τέλος έγινε αναφορά στο πως η εταιρική ρευστότητα μπορεί να επηρεάσει την αποτίμηση εταιριών.

Οι εταιρείες προκειμένου να επιβιώσουν αλλά και συνάμα να καταφέρουν να αναπτυχθούν πρέπει να κάνουν συνεχώς ασκήσεις ρευστότητας και να αναλύουν το οικονομικό περιβάλλον προκειμένου να προβλέπουν ενδεχόμενες αλλαγές. Επιπλέον πρέπει να αναζητήσουν νέα χρηματοδοτικά εργαλεία και να προσαρμοστούν με βάση αυτά.

## **5.2 Προτάσεις για περαιτέρω έρευνα**

Η έρευνα στο πεδίο της αποτίμησης στρέφεται πλέον από την απλή αποτίμηση μετοχών στην πλήρη αποτίμηση των επιχειρήσεων με έμφαση στα μοντέλα επιχειρησιακής αναδιάρθρωσης αλλά και της αποτίμησης εξαγορών/συγχωνεύσεων λαμβάνοντας υπόψη τη μεταβολή του χρηματοδοτικού μείγματος.

Επιπλέον η έρευνα αποτίμησης των εταιριών θα πρέπει να στραφεί στην αποτίμηση εταιριών σε αναπτυσσόμενες αγορές όπου θα προσμετρώνται οι παραδοχές ως προς την αξία σε συνάρτηση με την εταιρική διακυβέρνηση αλλά και του πολιτικού κινδύνου σε αυτές τις αγορές. Ένας ακόμη τομέας που έχει αρκετό ενδιαφέρον είναι η αποτίμηση νεοεισερχομένων εταιριών με αβέβαιες οικονομικές ροές και ανάγκες επανεπένδυσης ή εταιριών με ενδιαφέρουσες καινοτόμες ιδέες και προϊόντα που δεν έχουν βγει στην αγορά.

Δεδομένου των συνεχών αλλαγών στο οικονομικό περιβάλλον των εταιριών προκύπτει η ανάγκη χρησιμοποίησης δυναμικών μοντέλων που θα αναπροσαρμόζουν συνεχώς τις παραμέτρους τους.



## **Βιβλιογραφία**

### **Ελληνική**

1. Παναγιώτης Γ. Αρτίκης, 2014, Διαχείριση Αξίας και Κινδύνου, Φαίδιμος, Αθήνα
2. Δημητρίου Χ.Γκίκα,Αφροδίτης Ι. Παπαδάκη, Γεωργίας Σ. Σιουγλέ, 2010, Ανάλυση & αποτίμηση επιχειρήσεων,Γ.Μπένου, Αθήνα
3. Θεμιστοκλής Γ. Λαζαρίδης, 2005, Αποτίμηση επιχειρήσεων, Αδελφοί Κυριακίδη ΑΕ, Αθήνα
4. Παπαδάκης Μ. Βασίλης, 2002, Στρατηγική των Επιχειρήσεων: Ελληνική & Διεθνής Εμπειρία, Μπένου, Αθήνα
5. Γεωργίου Α. Καραθανάση, 2002, Χρηματοοικονομική Διοίκηση και Χρηματιστηριακές αγορές, Μπένου.

### **Ξενόγλωσση βιβλιογραφία**

1. Aswath Damodaran, Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset 3rd Edition, 2012, Wiley finance, New Jersey, USA
2. Schwesernotes CFA Level 1, book 3, Financial Reporting and analysis, 2011 Kaplan Inc
3. PriceWaterhouseCoopers, Global financial markets liquidity study, August 2015
4. Acharya, V. and Richardson, M. (2009), "Causes of the Financial Crisis", Critical Review, Vol 21
5. Frykman D., Tolleryd J., Corporate Valuation, 1st edition, Financial Times Prentice, Hall, 2003.
6. Koller Tim, Goedhart Marc, Wessels David, Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies, 4th edition, McKinsey & Company, Wiley & Sons Inc. 2005.
7. Fernandez Pablo, Valuation Methods and Shareholder Value Creation, Academic Press, San Diego 2002.

### **Ηλεκτρονικές Πηγές**

<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>