

**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΨΗΦΙΑΚΩΝ ΣΥΣΤΗΜΑΤΩΝ**



**ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΤΕΧΝΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΨΗΦΙΑΚΩΝ ΣΥΣΤΗΜΑΤΩΝ**

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

**Κεφαλάς Κωνσταντίνος
(ΜΤΕ 1241)**

Διπλωματική Εργασία υποβληθείσα στο Τμήμα Ψηφιακών Συστημάτων του Πανεπιστημίου Πειραιώς
ως μέρος των απαιτήσεων για την απόκτηση Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στην
Τεχνοοικονομική Διοίκηση Ψηφιακών Συστημάτων

Πειραιάς, Ιούνιος 2015

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (BUSINESS VALUATION)

**UNIVERSITY OF PIRAEUS
DEPARTMENT OF DIGITAL SYSTEMS**



**MASTER PROGRAM IN
TECHNOECONOMIC MANAGEMENT OF DIGITAL SYSTEMS**

BUSINESS VALUATION

**Kefalas Konstantinos
(MTE 1241)**

Master Thesis submitted to the Department of Economics of the University of Piraeus in partial fulfillment of the requirements for the degree of Master of Arts in Economic and Business Strategy

Piraeus - Greece, June 2015

Αφιερώνεται στην οικογένειά μου

που με στηρίζει αδιάκοπα

και στη μνήμη του αγαπημένου μου θείου

Γρηγόρη Δαουτόπουλου

Ευχαριστίες

Σ' αυτό το σημείο αισθάνομαι την ανάγκη να εκφράσω τις θερμές μου ευχαριστίες σε ορισμένους ανθρώπους, η συμβολή και η συμπαράσταση των οποίων ήταν πολύτιμη και καθοριστική καθ' όλο το χρονικό διάστημα της εκπόνηση της παρούσας διπλωματικής εργασίας.

Ιδιαίτερες ευχαριστίες οφείλω στον επιβλέποντα Καθηγητή μου κ. Αρτίκη Γεώργιο, για την επίβλεψη, την καθοδήγηση, τις πολύτιμες συμβουλές, τις παρατηρήσεις επί της οργάνωσης, δομής και του περιεχομένου της παρούσας εργασίας μου. Πρωτίστως τον ευχαριστώ για την έμπνευση που μου χάριζε σε κάθε μεταξύ μας επικοινωνία, καθώς ήταν πάντα διαθέσιμος να μου προσφέρει τις γνώσεις και την εμπειρία του, για τη βαθύτερη και ολοκληρωμένη κατανόηση του αντικειμένου της Αποτίμησης των Επιχειρήσεων.

Κλείνοντας, θέλω να ευχαριστήσω, την οικογένειά μου, για τη συνεχή στήριξη και την αγάπη που μου δίνουν. Τους ευγνωμονώ που είναι πάντα δίπλα μου, με μοναδική τους επιθυμία και δικό μου αυτοσκοπό να γίνω καλύτερος άνθρωπος.

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η παρούσα Διπλωματική Εργασία έχει ως σκοπό την περιγραφή και ανάλυση θεμάτων που αφορούν στην αποτίμηση μιας επιχείρησης. Αρχικά γίνεται αναφορά σε ορισμένα θεωρητικά στοιχεία περί Αποτιμήσεων Επιχειρήσεων τονίζοντας τους παράγοντες οι οποίοι επηρεάζουν την αξία της επιχείρησης, συγκροτούν την ίδια την επιχείρηση και γίνονται αντικείμενο επεξεργασίας από τον αναλυτή.

Εν συνεχεία, αναλύονται οι μέθοδοι Αποτίμησης και η καταλληλότητα αυτών σε πιθανές περιπτώσεις κάνοντας σαφές ότι η επιλογή ή/και ο συνδυασμός αυτών κατά την εκπόνηση μίας μελέτης αποτίμησης είναι εξαιρετικά σημαντικά ζητήματα τα οποία οδηγούν σε έγκυρα και ορθά συμπεράσματα ή το αντίθετο. Ιδιαίτερη έμφαση δίνεται στα μοντέλα που σχετίζονται με την προεξόφληση, καθώς εμπεριέχονται στις πλέον διαδεδομένες μεθόδους αποτίμησης που χρησιμοποιούνται ανά τον κόσμο.

Επιπροσθέτως, στα πλαίσια της παρούσας Διπλωματικής Εργασίας, εκπονείται και η μελέτη Αποτίμησης της εταιρείας ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS ΑΕΒΕ. Οι μέθοδοι που χρησιμοποιούνται είναι η μέθοδος Προεξόφλησης Ελεύθερων Ταμειακών Ροών στους Μετόχους, η μέθοδος Προεξόφλησης Ελεύθερων Ταμειακών Ροών στην Εταιρεία και η Μέθοδος του Υπολειμματικού Εισοδήματος.

Τέλος, γίνεται αναφορά σε ορισμένα γενικά συμπεράσματα όπου τονίζεται η έννοια της επιχείρησης και ο διττός τρόπος προσέγγισης του εν λόγω επιστημονικού πεδίου: ως επιστήμη και ως τέχνη. Καταλήγοντας, εξετάζεται η ευστοχία των αποτελεσμάτων της αποτίμησης της εταιρείας ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS ΑΕΒΕ, με γνώμονα την εικόνα της μετοχής όπως αυτή διαμορφώνεται από τις καθημερινές πράξεις που γίνονται στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....	3
ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ.....	4
ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΠΙΝΑΚΩΝ.....	6
ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ.....	6
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 ^ο : ΓΕΝΙΚΑ ΠΕΡΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ.....	7
1.1. Εισαγωγή.....	7
1.1.1. Η Αποτίμηση ως επιστήμη και τέχνη.....	7
1.1.2. Αναλογία και αλληλεπίδραση ποσοτικών και ποιοτικών μεγεθών.....	7
1.2. Ορισμός της Αποτίμησης.....	9
1.3. Παράγοντες που συνθέτουν την αξία μιας επιχείρησης.....	9
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 ^ο : ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ.....	11
2.1. Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων και Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου.....	11
2.1.1. Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων και Μοντέλο Προεξόφλησης Ελεύθερων Ταμειακών Ροών στους Μετόχους (FCFE).....	11
2.1.2. Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου και Μοντέλο Προεξόφλησης Ελεύθερων Ταμειακών Ροών στην Εταιρεία (FCFF).....	12
2.2. Μοντέλα Αποτίμησης - Προεξόφληση Ελεύθερων Ταμειακών Ροών.....	13
2.2.1. Γενικά Στοιχεία και παρουσίαση μεθόδων.....	13
2.2.2. Προεξόφληση Ελεύθερων Ταμειακών Ροών στην Εταιρεία (FCFF).....	20
2.2.3. Προεξόφληση Ελεύθερων Ταμειακών Ροών στους Μετόχους (FCFE)..	22
2.2.4. Μοντέλο Αποτίμησης με βάση την Προεξόφληση του Υπολειμματικού Εισοδήματος (Residual Income).....	24
2.3. Μοντέλα Αποτίμησης βασισμένα στην Αγορά.....	25
2.3.1. Μέθοδος Αποτίμησης Αγοράς.....	25
2.3.2. Μέθοδος Συγκριτικής Αποτίμησης.....	26
2.3.3. Γενικά στοιχεία, Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα της χρήσης μοντέλου Τιμολόγησης Δικαιωμάτων (Option Pricing Model).....	28
2.3.4. Μέσος Όρος Χρηματιστηριακής Αξίας.....	29
2.3.5. Μέθοδος Πολλαπλασιαστών Καθαρής Θέσης (P/BV).....	30
2.3.6. Μέθοδος Πολλαπλασιαστών Τιμής προς Κέρδη ανά Μετοχή (P/E).....	30
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 ^ο : ΠΡΑΚΤΙΚΗ ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΜΟΝΤΕΛΩΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ – ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ «ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS ΑΕΒΕ».....	32
3.1. Εταιρικό Προφίλ.....	32
3.1.1. Αντικείμενο της Εταιρείας.....	32
3.1.2. Ιστορική Επισκόπηση.....	33

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (BUSINESS VALUATION)

3.1.3.	Χρηματιστηριακά Στοιχεία και Μετοχική Σύθεση	33
3.1.4.	Γεωγραφική Δραστηριότητα	34
3.1.5.	Ανταγωνιστικό Πλεονέκτημα	34
3.1.6.	Στρατηγική βασισμένη σε Πολυπροϊόντικό – Πολυκαναλικό – Πολυπελαταιακό μοντέλο	34
3.1.7.	Ανάλυση PEST	35
3.1.8.	Το μοντέλο των πέντε δυνάμεων του Porter	38
3.1.9.	S.W.O.T. Ανάλυση	42
3.2.	Επισκόπηση κλάδου	46
3.2.1.	Μακροοικονομική Ανάλυση	46
3.2.2.	Επισκόπηση κλάδου και Χαρακτηριστικά	47
3.2.3.	Τεχνολογικές Τάσεις	47
3.2.4.	Ανάλυση SWOT – Ανταγωνιστική Θέση	47
3.2.5.	Το μοντέλο των πέντε δυνάμεων του Porter	48
3.2.6.	Κύριοι ανταγωνιστές	49
3.2.7.	Μερίδιο Αγοράς	50
3.2.8.	Στρατηγικές ομάδες	51
3.2.9.	Ελκυστικό Μετοχικό Κεφάλαιο βασισμένο σε Θεμελιώδεις Αρχές	51
3.3.	Χρηματοοικονομική Ανάλυση Εταιρείας και Άμεσων Ανταγωνιστών	52
3.3.1.	Μέθοδοι Αποτίμησης	52
3.3.2.	Όγκος εσόδων ως απόρροια των αυξομειώσεων του ΑΕΠ	52
3.3.3.	Ιδιωτική ετικέτα και περιθώρια κέρδους	53
3.3.4.	Σταθερή κερδοφορία	53
3.3.5.	Ιστορικά στοιχεία Επιχείρησης και Χρηματοοικονομική Ανάλυση	54
3.3.6.	Ιστορικά στοιχεία Άμεσου Ανταγωνισμού και Χρηματοοικονομική Ανάλυση	59
3.4.	Παραδοχές Αποτίμησης και διαμόρφωση Προβλέψεων (5ετία)	69
3.5.	Υπολογισμός Ελεύθερων Ταμειακών Ροών στους Μετόχους και στην Εταιρεία (FCFE & FCFF)	75
3.6.	Αποτίμηση με τη Μέθοδο του Προεξοφλητικού Εισοδήματος (Residual Income)	79
3.7.	Σύνοψη Αποτίμησης	80
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 ^ο :	ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΚΑΤΕΥΘΥΝΣΕΙΣ ΓΙΑ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΕΡΕΥΝΑ	82
4.1.	Συμπεράσματα	82
4.2.	Κατευθύνσεις για περαιτέρω έρευνα	83
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ – ΠΗΓΕΣ		84

ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΠΙΝΑΚΩΝ	ΣΕΛΙΔΑ
Πίνακας 1: Προσδοκώμενη Ανάπτυξη - τρεις (3) διαφορετικές περιπτώσεις	15
Πίνακας 2: Περιπτώσεις Ανάπτυξης και αντίστοιχοι Τύποι Αποτίμησης Εταιρείας	16
Πίνακας 3: Επεξήγηση των μεταβλητών των Τύπων	16
Πίνακας 4: Συνδυασμός Μοντέλων Προεξόφλησης και Ανάπτυξη	18
Πίνακας 5: Παραδοχές - Συσχέτιση Μοντέλων Προεξόφλησης με Ρυθμό Ανάπτυξης της επιχείρησης	19
Πίνακας 6: Ιστορικά στοιχεία αποτελεσμάτων Χρήσης	55
Πίνακας 7: Ιστορικά στοιχεία Ισολογισμών	56
Πίνακας 8: Ιστορικά ποσοστά δεικτών	57
Πίνακας 9: Δείγμα ανταγωνιστών – Ιστορικά στοιχεία αποτελεσμάτων	60
Πίνακας 10: Δείγμα ανταγωνιστών – Ιστορικά ποσοστά αποτελεσμάτων	62
Πίνακας 11: Δείγμα ανταγωνιστών – Ανάπτυξη/Κερδοφορία και Ταμειακές Ροές	64
Πίνακας 12: Δείγμα ανταγωνιστών – Κεφάλαιο Κίνησης	65
Πίνακας 13: Δείγμα ανταγωνιστών – Πάγια και Κεφαλαιακή Δομή	66
Πίνακας 14: Δείγμα ανταγωνιστών – Ποσοστά για Ανάπτυξη/Κερδοφορία και Ταμειακές Ροές	67
Πίνακας 15: Δείγμα ανταγωνιστών – Ποσοστά για Κεφάλαιο Κίνησης	68
Πίνακας 16: Αποτελέσματα Χρήσης - Προβλέψεις	71
Πίνακας 17: Ισολογισμός - Προβλέψεις	72
Πίνακας 18: Αποσβέσεις Υπαρχόντων και Νέων Παγίων – Προβλέψεις	73
Πίνακας 19: Υπολογισμοί - Κόστος ιδίων κεφαλαίων και μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου	74
Πίνακας 20: Υπολογισμοί - Ελεύθερες ταμειακές ροές στους μετόχους	76
Πίνακας 21: Υπολογισμοί - Ελεύθερες ταμειακές ροές στην εταιρεία	77
Πίνακας 22: Εξέλιξη μεγεθών - Προβλέψεις	78
Πίνακας 23: Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων - ROE	80
Πίνακας 24: Σύνοψη Αποτελεσμάτων Μεθόδων Αποτίμησης	81

ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ	ΣΕΛΙΔΑ
Σχεδιάγραμμα 1: Πωλήσεις ανά Κατηγορία Προϊόντος	32
Σχεδιάγραμμα 2: Μοντέλο Porter	39
Σχεδιάγραμμα 3: Μερίδιο αγοράς ανά ετικέτα προϊόντος	51
Σχεδιάγραμμα 4: Σύγκριση καθαρού περιθωρίου	61
Σχεδιάγραμμα 5: Σύγκριση περιθωρίων σε σύνολο δείγματος	63

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο: ΓΕΝΙΚΑ ΠΕΡΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

1.1. Εισαγωγή

1.1.1. Η Αποτίμηση ως επιστήμη και τέχνη

Είναι γενικά παραδεκτό ότι η εκτίμηση της αξίας μίας επιχείρησης μπορεί να θεωρηθεί τόσο επιστήμη όσο και τέχνη. Ενώ ένα σημαντικό μέρος της μεθοδολογίας βασίζεται σε ένα θεωρητικό και επιστημονικό σκεπτικό εκφρασμένο από ένα αποδεκτό οικονομικό μοντέλο, οι παράγοντες που πρέπει να συνεκτιμηθούν και να εισαχθούν στο μοντέλο καθώς και ο συγκερασμός ποιοτικών (μη ποσοτικών) παραγόντων πλησιάζουν περισσότερο στην έννοια της τέχνης. Για τους λόγους αυτούς, στη μελέτη αποτίμησης που θα παρουσιάζεται σε επόμενο κεφάλαιο θα γίνει αιτιολόγηση του τρόπου και του βαθμού επιρροής του κάθε παράγοντα στην αξία της επιχείρησης.

1.1.2. Αναλογία και αλληλεπίδραση ποσοτικών και ποιοτικών μεγεθών

Κατά την εκπόνηση μιας μελέτης αποτίμησης, ο αναλυτής καλείται να προσδιορίσει μία εύλογη αξία της επιχείρησης. Ωστόσο, η διαδικασία που θα ακολουθηθεί δεν βασίζεται μόνο σε ποσοτικές μεθόδους και μεγέθη τα οποία, ανεξαρτήτως του αναλυτή, θα οδηγούσαν στο ίδιο αποτέλεσμα. Ο βαθμός υποκειμενικότητας σε μία τέτοια μελέτη είναι μεγάλος και η διαχείριση των διαθέσιμων στοιχείων από τον αναλυτή είναι κρίσιμη και ενέχει κινδύνους που μπορεί να οδηγήσουν σε λιγότερο έγκυρα και πραγματικά αποτελέσματα. Συνεπώς, η κρίση του εκάστοτε αναλυτή διαμορφώνει σε μεγάλο βαθμό το τελικό αποτέλεσμα.

Ο συγκερασμός των ποσοτικών μεγεθών με τα ποιοτικά μεγέθη και η αποφυγή των «Μύθων» περί αποτίμησης που μπορεί να επηρεάσουν τον αναλυτή ίσως να αποτελούν το κλειδί για εύστοχα και έγκυρα αποτελέσματα. Οι εν λόγω «Μύθοι» εντοπίζονται και περιγράφονται από τον Aswath Damodaran σε σχετικό του δημοσίευμα κατά το έτος 2006. Σύμφωνα με αυτό, επισημαίνονται οι εξής «Μύθοι» ως κύριοι και σχετικοί με την παρούσα ενότητα:

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (BUSINESS VALUATION)

1. Η αποτίμηση αποτελεί ένα επιστημονικό «εργαλείο» που αποδίδει ακριβή αποτελέσματα.

Αναφέρεται ως αληθές γεγονός ότι μια μελέτη αποτίμησης δεν μπορεί να είναι αμερόληπτη και ότι επηρεάζεται από το «ποιος τη ζητά» και «πόσο πληρώνει». Καθοριστική σημασία έχει, ως παρατήρηση στο μύθο αυτό, προς ποια κατεύθυνση εντοπίζεται η μεροληψία και ποιο είναι το μέγεθος αυτής.

Ακόμη, επισημαίνεται ότι δεν υπάρχουν ακριβείς εκτιμήσεις και ότι το τελικό αποτέλεσμα αφορά σε μεγαλύτερο εύρος τιμών όσο λιγότερο ακριβής είναι η αποτίμησης.

Τέλος, αναφέρεται ότι υπάρχει αντιστρόφως ανάλογη σχέση της πολυπλοκότητας του μοντέλου, σχετικά με τους παράγοντες που λαμβάνονται υπόψη, με την ευκολία κατανόησης. Υποστηρίζεται ότι απλούστερα μοντέλα αποτίμησης αποδεικνύονται πιο αποτελεσματικά από τα πιο σύνθετα.

2. Όσο περισσότερο μια αποτίμηση βασίζεται σε ποσοτικά μοντέλα, τόσο ακριβέστερη και εγκυρότερη είναι.

Σύμφωνα με τον Aswath Damodaran, η «ποιότητα» της μελέτης έγκειται κυρίως στη σωστή συλλογή στοιχείων και στην κατανόηση της εταιρείας και των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών της από τον αναλυτή. Ένα πολύπλοκο ποσοτικό υπόδειγμα αποτίμησης αποτελεί, στην περίπτωση αυτή, δευτερεύοντα παράγοντα.

3. Όλη η βαρύτητα πρέπει να δίνεται στο αποτέλεσμα και όχι στη διαδικασία της αποτίμησης.

Αναφέρεται χαρακτηριστικά ότι η υπερβολική ενασχόληση με το αποτέλεσμα στερεί από τη διαδικασία την απαραίτητη προσοχή που απαιτεί. Είναι προτιμότερη επί επικέντρωση στην τεκμηρίωση των εμπλεκόμενων μεγεθών και παραγόντων (παραδοχών) κατά τη διαδικασία παρά στο τελικό αποτέλεσμα της μελέτης.

4. Μια καλή μελέτη αποτίμησης δεν αλλάζει σε βάθος χρόνου

Ο Aswath Damodaran τονίζει ότι καμία αποτίμηση δεν είναι διαχρονική. Όλοι οι παράγοντες που εμπεριέχονται στα μοντέλα αποτίμησης απορρέουν από στοιχεία της υπό αποτίμηση εταιρείας, από στοιχεία του ανταγωνισμού και από στοιχεία της οικονομίας. Δεδομένου ότι όλες οι παραπάνω πηγές εμπεριέχουν μεταβαλλόμενα

και συνεχώς εξελισσόμενα με το χρόνο στοιχεία, καμία μελέτη αποτίμησης, όσο έγκυρη και εύστοχη και αν είναι, δεν αντικατοπτρίζει την αξία μιας επιχείρησης σε βάθος χρόνου. Η επικαιροποίηση των στοιχείων αποτελεί δεσμευτική και αναγκαία διαδικασία η οποία απαιτείται για την εγκυρότητα της εκάστοτε μελέτης αποτίμησης.

1.2.Ορισμός της Αποτίμησης

Η έννοια της αποτίμησης αφορά στη διαδικασία προσδιορισμού της τρέχουσας αξίας ενός περιουσιακού στοιχείου ή μιας εταιρείας. Ο αναλυτής που χρησιμοποιεί την εν λόγω διαδικασία καλείται να εφαρμόσει επιστημονικά μοντέλα αποτίμησης τροφοδοτώντας τα με πληροφοριακό υλικό (διαθέσιμα στοιχεία) προκειμένου να εξαχθούν τα τελικά συμπεράσματα. Η διαδικασία αυτή ξεφεύγει από τα όρια της απλής εφαρμογής και του συνδυασμού μεθόδων καθώς εμπεριέχει το υποκειμενικό στοιχείο καθ' όλη την έκτασή της.

1.3.Παράγοντες που συνθέτουν την αξία μιας επιχείρησης

Μία επιχείρηση είναι μία επένδυση και αφορά στην δέσμευση κεφαλαίου με σκοπό την εξασφάλιση κέρδους. Συνεπώς μπορεί να θεωρηθεί ότι η αξία μιας επιχείρησης είναι η ικανότητά της να παράγει, στο παρόν και μελλοντικά, καθαρό κέρδος για τους μετόχους της.

Η ικανότητα αυτή εξαρτάται από πολλούς παράγοντες, εσωτερικούς και εξωτερικούς. Επειδή η επιχείρηση είναι ένας οργανισμός που δραστηριοποιείται μέσα σε ένα συνεχώς μεταβαλλόμενο περιβάλλον, η ικανότητά της να λειτουργήσει αποδοτικά και να παράγει κέρδη άμεσα συνδεδεμένη με:

- α) το ανθρώπινο δυναμικό της
- β) τις δομές και τα συστήματά της
- γ) τις διαδικασίες και τον τρόπο οργάνωσή της
- δ) τη στρατηγική που έχει αποφασίσει να ακολουθήσει
- δ) τα απορρέοντα από αυτά πελατολόγιο, έσοδα και κέρδη.

Τα παραπάνω άυλα στοιχεία σε συνδυασμό με εξωτερικούς παράγοντες όπως:

- α) το μέγεθος και οι προοπτικές του κλάδου,
- β) ο αριθμός και η δύναμη των ανταγωνιστών και
- γ) το μακροοικονομικό περιβάλλον

διαμορφώνουν την τελική ικανότητά της να παράγει κέρδη, ή αλλιώς, προσδιορίζουν την αξία της.

Όλοι οι παραπάνω παράγοντες αντανακλούν, θετικά ή αρνητικά, στην ικανότητά της να παράγει κέρδη και αποδόσεις στους μετόχους. Επιπλέον, επειδή όλοι οι παραπάνω παράγοντες μεταβάλλονται σε συνάρτηση με το χρόνο, είναι σαφές ότι η αξία μία επιχείρησης μεταβάλλεται. Ως απλή παρατήρηση θεωρείται η άποψη ότι όλα τα παραπάνω καθιστούν την αξία της επιχείρησης περισσότερο συσχετισμένη με την ικανότητά της να παράγει κέρδη παρά με τη σημερινή της περιουσία.¹

Τα παραπάνω ακόμη εξηγούν το λόγο για τον οποίο μία επιχείρηση, ενώ δεν έχει κέρδη ή ακόμα και στην περίπτωση που έχει ζημιές, μπορεί να έχει μία σημαντική αξία δεδομένου ότι οι παράγοντες εκείνοι που επηρεάζουν την αξία εξακολουθούν να υπάρχουν και διασφαλίζουν τις προοπτικές και την μελλοντική της πορεία.

Η τελική αξία της επιχείρησης που θα υπολογιστεί θα αφορά στην εύλογη αξία αυτής, όπου σύμφωνα με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (ΔΛΠ), ως εύλογη αξία (fair value), ορίζεται το ποσό με το οποίο ένα στοιχείο ενεργητικού θα μπορούσε να αποτελέσει αντικείμενο ανταλλαγής ή ένα στοιχείο παθητικού να αποτελέσει αντικείμενο διακανονισμού, μεταξύ συμβαλλόμενων μερών που ενεργούν ενσυνείδητα και με τη θέλησή τους, στο πλαίσιο μιας συναλλαγής που γίνεται με τους συνήθεις όρους της αγοράς.

Σημειώνεται ότι στην περίπτωση που η αγορά στην οποία δραστηριοποιείται και διαπραγματεύεται η επιχείρηση είναι ενεργός και διαθέτει ρευστότητα, τότε η εύλογη αξία σχεδόν ταυτίζεται με την τιμή αγοράς (market price). Μια τέτοια αγορά θα πρέπει να είναι ομοιογενής, να υπάρχουν πρόθυμοι αγοραστές και πωλητές και εντός αυτής να παρέχεται πλήρης πληροφόρηση για τη διαβάθμιση και διαμόρφωση των μεγεθών της στο κοινό.

¹ Στην πραγματικότητα η αξία της είναι η μέγιστη μεταξύ της καθαρής της περιουσίας της (Ενεργητικό-Παθητικό) και της αξίας των μελλοντικών της κερδών

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο: ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

2.1. Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων και Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου

2.1.1. Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων και Μοντέλο Προεξόφλησης Ελεύθερων Ταμειακών Ροών στους Μετόχους (FCFE)

Στο εν λόγω μοντέλο, οι ελεύθερες ταμειακές στους μετόχους προεξοφλούνται με το κόστος του κεφαλαίου (K_e). Για την εκτίμηση του προεξοφλητικού επιτοκίου υπάρχουν διάφορα μοντέλα υπολογισμού. Το Μοντέλο Αποτίμησης Κεφαλαιακών/Περιουσιακών Στοιχείων (Capital Assets Pricing Model - CAPM) είναι το πλέον γνωστό και διαδεδομένο μοντέλο που χρησιμοποιείται εξαιτίας της μη πολυπλοκότητας κατά την εφαρμογή του, καθώς και της σχετικά εύκολης κατανόησης κατά την ερμηνεία του.

Βάση του μοντέλου αυτού η απαιτούμενη απόδοση μία επένδυσης ορίζεται από τον εξής μαθηματικό τύπο:

$$K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f),$$

όπου:

K_e : η απαιτούμενη απόδοση της μετοχής

R_f : το επιτόκιο επενδύσεων άνευ ρίσκου

$R_m - R_f$: το Premium που απαιτείται ως αμοιβή για την ανάληψη του επιχειρηματικού κινδύνου και την επένδυση στο χαρτοφυλάκιο της αγοράς (ως σύνολο).

β : ο συντελεστής βήτα εκφράζει το συστηματικό κίνδυνο της συγκεκριμένης επένδυσης (ενός περιουσιακού στοιχείου) σε σχέση με ένα ορθά διαμορφωμένο χαρτοφυλάκιο.

Για την εκτίμηση του επιτοκίου άνευ ρίσκου είναι αναγκαίο να προσδιοριστεί η απόδοση μίας αντίστοιχης επένδυσης άνευ ρίσκου στην αγορά και να θεωρηθεί ως βάση του υπολογισμού. Στην πραγματικότητα δεν υπάρχει επένδυση με μηδενικό ρίσκο, επομένως η πιο εύστοχη προσέγγιση σε αυτό το ζητούμενο είναι και η τελικώς αποδεκτή.

Όσον αφορά στον Συντελεστή Βήτα (β), αξίζει να αναφερθεί ότι:

- Όσο πιο «ευαίσθητη» είναι μία εταιρεία στις συνθήκες της αγοράς τόσο μεγαλύτερος είναι ο συντελεστής β , με όλους τους άλλους παράγοντες σταθερούς.

- Όσο μεγαλύτερος είναι ο δανεισμός μίας επιχείρησης τόσο μεγαλύτερος είναι ο συντελεστής β.
- Όσο μεγαλύτερος είναι ο λόγος ΣΤΑΘΕΡΑ ΕΞΟΔΑ/ΜΕΤΑΒΛΗΤΑ ΕΞΟΔΑ τόσο μεγαλύτερο είναι ο συντελεστής β.
- Το είδος δραστηριότητας επηρεάζει το συντελεστή β.

Οι δραστηριότητες (και κατ' επέκταση οι αντίστοιχες επιχειρήσεις) οι οποίες επηρεάζονται από την κυκλικότητα της οικονομίας (cyclical firms), οι δραστηριότητες λιανικής, τα προϊόντα (και κατ' επέκταση οι αντίστοιχες επιχειρήσεις) που δεν έχουν υψηλό brand awareness, έχουν υψηλό συντελεστή β.

Ο εν λόγω συντελεστής κυμαίνεται σε τιμές γύρω από τη μονάδα και αντανακλά την ευαισθησία (και κατ' επέκταση το ρίσκο) της εκάστοτε μετοχής στις διακυμάνσεις της αγοράς.

Όταν,

$\beta=1$, αφορά σε επένδυση μέσου ρίσκου σε σχέση με το σύνολο της αγοράς

$\beta>1$, αφορά σε επένδυση με ρίσκο ανώτερου του συνόλου της αγοράς

$\beta<1$, αφορά σε επένδυση με ρίσκο κατώτερου του συνόλου της αγοράς.

Συνολικά το $\beta \cdot (R_m - R_f)$ αποτελεί το Premium (ανάλογο του συντελεστή βήτα) που απαιτείται για την επένδυση, πάνω από το επιτόκιο άνευ ρίσκου.

2.1.2. Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου και Μοντέλο Προεξόφλησης Ελεύθερων Ταμειακών Ροών στην Εταιρεία (FCFF)

Στον εν λόγω μοντέλο, οι ελεύθερες ταμειακές στην εταιρεία προεξοφλούνται με το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (WACC). Όλες οι πηγές κεφαλαίου της επιχείρησης λαμβάνονται υπόψη και επηρεάζουν τη διαδικασία υπολογισμού του Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου. Με όλους τους άλλους παράγοντες σταθερούς, το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου κινείται ανάλογα με τη μεταβολή του συντελεστή βήτα και της απόδοσης ιδίων κεφαλαίων, ενώ η αύξηση αυτού οδηγεί σε μείωση της αποτίμησης και δηλώνει έναν μεγαλύτερο κίνδυνο.

Η συνάρτηση υπολογισμού του WACC είναι η εξής:

$$WACC = \frac{E}{V} * Re + \frac{D}{V} * Rd * (1 - Tc)$$

Όπου,

R_e = Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων

R_d = Κόστος Δανεισμού

E = Ίδια Κεφάλαια της εταιρείας

D = Δάνεια της εταιρείας

$V = E + D$

E/V = Ποσοστό χρηματοδότησης από Ίδια Κεφάλαια

D/V = Ποσοστό χρηματοδότησης από Δάνεια

T_c = Φορολογικός Συντελεστής

Όπως είναι γνωστό, τα στοιχεία του ενεργητικού μιας εταιρείας χρηματοδοτούνται είτε από ξένα είτε από τα ίδια κεφάλαια. Το WACC είναι ο μέσος όρος του κόστους αυτών των πηγών χρηματοδότησης, καθένα από τα οποία σταθμίζεται με τις συμμετοχή του χρήση του στην εκάστοτε περίπτωση. Από τον σταθμισμένο μέσο όρο, φαίνεται το ποσό του τόκου που η εταιρεία θα πρέπει να πληρώσει για κάθε ευρώ που χρηματοδοτεί.

Επιπλέον, το WACC μιας εταιρείας είναι η συνολική απαιτούμενη απόδοση της επιχείρησης στο σύνολό της και, ως εκ τούτου, συχνά χρησιμοποιείται εσωτερικά, από τους διευθυντές της εταιρείας προκειμένου να καθορίσει την οικονομική σκοπιμότητα των ευκαιριών ή/και των συγχωνεύσεων που θα μπορούσαν να πραγματοποιηθούν για τον απώτερο σκοπό της επέκτασης.

2.2. Μοντέλα Αποτίμησης - Προεξόφληση Ελεύθερων Ταμειακών Ροών

2.2.1. Γενικά Στοιχεία και παρουσίαση μεθόδων

Θεμελιώδεις Αρχές Προεξόφλησης Ελεύθερων Ταμειακών Ροών

Ταμειακές ροές προς προεξόφληση:

- Μερίσματα (Dividends)
- Ελεύθερες ταμειακές ροές προς τους μετόχους (Free Cash Flow to Equity – FCFE)
- Ελεύθερες ταμειακές ροές προς την εταιρεία (Free Cash Flow to the Firm – FCFF)

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (BUSINESS VALUATION)

Προσδοκώμενη ανάπτυξη και περιπτώσεις:

- Σταθερή Ανάπτυξη
- Δύο στάδια της ανάπτυξης: Υψηλή Ανάπτυξη η οποία στη συνέχεια οδηγείται σε Σταθερή Ανάπτυξη
- Τρία στάδια ανάπτυξης: Υψηλής Ανάπτυξης η οποία μέσω μίας Μεταβατικής Περιόδου οδηγεί σε Σταθερή Ανάπτυξη

Μεταβλητές Προεξόφλησης:

- Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων
- Κόστος Κεφαλαίου (Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου)

Δεδομένα Έτους Βάσης:

- Τρέχοντα Κέρδη / Ταμειακές Ροές
- Ομαλοποιημένα Κέρδη (μετά από επεξεργασία) / Ταμειακές Ροές

Το προεξοφλητικό επιτόκιο που θα χρησιμοποιηθεί θα πρέπει να είναι σύμφωνο με το είδος των ταμειακών ροών που προεξοφλούνται:

- Οι Ταμειακές Ροές στους Μετόχους προεξοφλούνται με το κόστος των ιδίων κεφαλαίων
- Οι Ταμειακές Ροές στην Εταιρεία προεξοφλούνται με το κόστος κεφαλαίου

Περιπτώσεις Προεξόφλησης Ελεύθερων Ταμειακών Ροών προς τους Μετόχους (FCFE) και προς την εταιρεία (FCFF)

Αποτίμηση με Προεξόφληση Ελεύθερων Ταμειακών Ροών προς τους Μετόχους (FCFE):

- Για τις επιχειρήσεις που έχουν σταθερή μόχλευση, είτε αυτή είναι υψηλή είτε χαμηλή, και
- Εάν αποτιμάται η μετοχή της προς αποτίμηση εταιρείας

Αποτίμηση με Προεξόφληση Ελεύθερων Ταμειακών Ροών προς την Εταιρεία (FCFE):

- Για τις επιχειρήσεις που έχουν υψηλή μόχλευση η οποία αναμένεται να μειωθεί με την πάροδο του χρόνου, επειδή
 - Η αποπληρωμή του χρέους δε θα συνεκτιμηθεί
 - το προεξοφλητικό επιτόκιο (κόστος κεφαλαίου) δεν μεταβάλλεται δραματικά με την πάροδο του χρόνου.
- Για τις επιχειρήσεις για τις οποίες δεν υπάρχει επαρκής πληροφόρηση σχετικά

με τη μόχλευση

- Για όλες τις άλλες περιπτώσεις, όπου ο αναλυτής μπορεί να ενδιαφέρεται περισσότερο για την αποτίμηση της Επιχείρησης παρά των Μετόχων

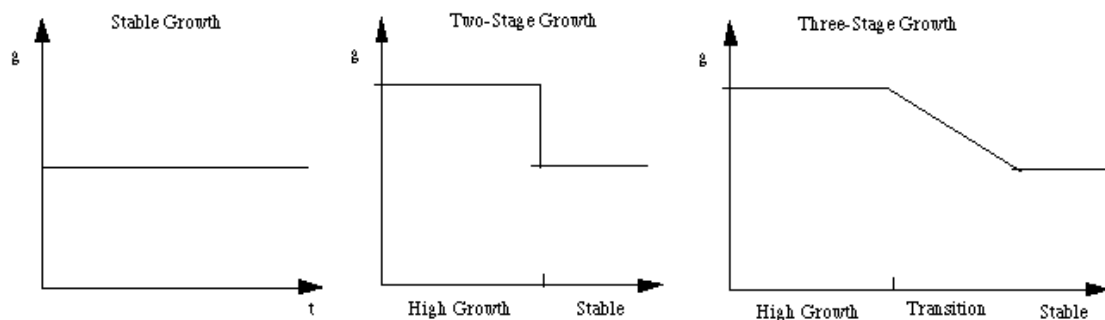
Περιπτώσεις Προεξόφλησης Μερισμάτων (Dividend Discount) και Προεξόφλησης Ελεύθερων ταμειακών ροών προς τους μετόχους (FCFE)

Προεξόφληση Μερισμάτων (Dividend Discount)

- Για τις επιχειρήσεις που καταβάλλουν μερίσματα, τα οποία διαμορφώνονται κοντά στο ύψος των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών προς τους Μετόχους (για μια παρατεταμένη χρονική περίοδο)
- Για τις επιχειρήσεις όπου είναι δύσκολο να αποτιμηθούν με Προεξόφληση Ελεύθερων Ταμειακών Ροών προς τους Μετόχους (FCFE), Τράπεζες και εταιρείες παροχής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών

Προεξόφληση Ελεύθερων Ταμειακών Ροών προς τους Μετόχους (FCFE)

- Για τις επιχειρήσεις που καταβάλλουν μερίσματα τα οποία είναι σημαντικά υψηλότερα ή χαμηλότερα από τις Ελεύθερες Ταμειακές Ροές στους Μετόχους
- Για τις επιχειρήσεις όπου τα μερίσματα δεν είναι διαθέσιμα (Ιδιωτικές Εταιρείες, Initial Public Offering - IPO)



Πίνακας 1: Προσδοκώμενη Ανάπτυξη - τρεις (3) διαφορετικές περιπτώσεις

Περιπτώσεις Ανάπτυξης και αντίστοιχοι Τύποι Αποτίμησης της Εταιρείας	
Περιπτώσεις Ανάπτυξης	Τύποι
Σταθερή	$V_0 = \frac{CF_1}{r - g_n}$
Ανάπτυξη δύο (2) σταδίων	$V_0 = \frac{CF_0 \cdot (1+g) \cdot \left(1 - \frac{(1+g)^n}{(1+r)^n}\right)}{r-g} + \frac{CF_{n+1}}{(r-g_n)(1+r)^n}$
Ανάπτυξη τριών (3) σταδίων	$V_0 = \sum_{t=1}^{t=n1} \frac{CF_t \cdot (1+g_t)^t}{(1+r)^t} + \sum_{t=n1+1}^{t=n2} \frac{CF_t}{(1+r)^t} + \frac{CF_{n2+1}}{(r-g_n)(1+r)^n}$

Πίνακας 2: Περιπτώσεις Ανάπτυξης και αντίστοιχοι Τύποι Αποτίμησης Εταιρείας

Επεξήγηση των μεταβλητών των Τύπων	
V_0	Αξία (Ανάλογη με το μοντέλο του ακολουθείται – FCFE ή FCFF)
CF_t	Ταμειακές Ροές περιόδου t, FCFE ή FCFF ανάλογα με το που μοντέλου που ακολουθείται
r	Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων (σε περίπτωση προεξόφλησης μερισμάτων ή FCFE) ή Κόστος Κεφαλαίου (FCFF)
g	Αναμενόμενο ποσοστό ανάπτυξης των Ταμειακών Ροών που προεξοφλούνται
g_a	Αναμενόμενη ανάπτυξη των Ταμειακών Ροών που προεξοφλούνται στην πρώτη φάση του μοντέλου ανάπτυξης τριών σταδίων
g_n	Αναμενόμενη ανάπτυξη των Ταμειακών Ροών που προεξοφλούνται σε σταθερή περίοδο
n	Χρονικός ορίζοντας της περιόδου υψηλής ανάπτυξης στο μοντέλο δύο σταδίων
$n1$	Χρονικός ορίζοντας της πρώτης περιόδου υψηλής ανάπτυξης στο μοντέλο των τριών σταδίων
$n2 - n1$	Μεταβατική περίοδος στο μοντέλο των τριών σταδίων

Πίνακας 3: Επεξήγηση των μεταβλητών των Τύπων

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (BUSINESS VALUATION)

Σημειώνεται ότι η χρήση ενός μοντέλου το οποίο εμπεριέχει βασίζεται και λαμβάνει υπόψη την ανάπτυξη είναι κατάλληλο και αποδεκτό προς εφαρμογή μόνο στην περίπτωση που οι ταμειακές ροές είναι θετικές.

Το σταθερό μοντέλο ανάπτυξης ενδείκνυται εάν η επιχείρηση αναπτύσσεται με ρυθμό που είναι χαμηλότερος ή περίπου ίσος (μεταξύ 1-2%) με το ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας.

Το μοντέλο ανάπτυξης δύο σταδίων ενδείκνυται στην περίπτωση που η επιχείρηση αναπτύσσεται με μέτριο ρυθμό (μεταξύ 8% και το σταθερό ρυθμό ανάπτυξης).

Το μοντέλο ανάπτυξης τριών σταδίων ενδείκνυται εάν η επιχείρηση αναπτύσσεται με υψηλό ρυθμό (περισσότερο από 8% πάνω από το σταθερό ρυθμό ανάπτυξης).

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (BUSINESS VALUATION)

ΣΥΝΔΥΑΣΜΟΣ ΜΟΝΤΕΛΩΝ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ

	Μοντέλο Προεξόφλησης μερισμάτων DDM	Μοντέλο FCFE	Μοντέλο FCFE
ΜΟΝΤΕΛΟ ΣΤΑΘΕΡΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ	Ο ρυθμός ανάπτυξης των κερδών είναι σταθερός. (g εταιρείας + 1%)	Ο ρυθμός ανάπτυξης των κερδών είναι σταθερός. (g εταιρείας + 1%)	Ο ρυθμός ανάπτυξης των κερδών είναι σταθερός. (g εταιρείας + 1%)
	Τα μερίσματα είναι κοντά στο FCFE (ή) το FCFE είναι δύσκολο να υπολογιστεί.	Τα μερίσματα είναι πολύ διαφορετικά από το FCFE (ή) τα Μερίσματα δεν θα διατίθενται (πχ. Ιδιωτική Εταιρεία)	Η μόχλευση είναι υψηλή και αναμένεται να αλλάξει με την πάροδο του χρόνου (ασταθής).
	Η μόχλευση είναι σταθερή	Η μόχλευση είναι σταθερή	
ΜΟΝΤΕΛΟ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΔΥΟ (2) ΣΤΑΔΙΩΝ	Ο ρυθμός ανάπτυξης των κερδών είναι μέτριος	Ο ρυθμός ανάπτυξης των κερδών είναι μέτριος	Ο ρυθμός ανάπτυξης των κερδών είναι μέτριος
	Τα μερίσματα είναι κοντά στο FCFE (ή) το FCFE είναι δύσκολο να υπολογιστεί.	Τα μερίσματα είναι πολύ διαφορετικά από το FCFE (ή) τα Μερίσματα δεν θα διατίθενται (πχ. Ιδιωτική Εταιρεία)	Η μόχλευση είναι υψηλή και αναμένεται να αλλάξει με την πάροδο του χρόνου (ασταθής).
	Η μόχλευση είναι σταθερή	Η μόχλευση είναι σταθερή	
ΜΟΝΤΕΛΟ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΤΡΙΩΝ (3) ΣΤΑΔΙΩΝ	Ο ρυθμός ανάπτυξης των κερδών είναι υψηλός	Ο ρυθμός ανάπτυξης των κερδών είναι υψηλός	Ο ρυθμός ανάπτυξης των κερδών είναι υψηλός
	Τα μερίσματα είναι κοντά στο FCFE, (ή) το FCFE είναι δύσκολο να υπολογιστεί.	Τα μερίσματα είναι πολύ διαφορετικά από το FCFE (ή) τα Μερίσματα δεν θα διατίθενται (πχ. Ιδιωτική Εταιρεία)	Η μόχλευση είναι υψηλή και αναμένεται να αλλάξει με την πάροδο του χρόνου (ασταθής).
	Η μόχλευση είναι σταθερή	Η μόχλευση είναι σταθερή	

Πίνακας 4: Συνδυασμός Μοντέλων Προεξόφλησης και Ανάπτυξη

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (BUSINESS VALUATION)

ΠΑΡΑΔΟΧΕΣ ΚΑΤΑ ΤΗ ΣΥΣΧΕΤΙΣΗ ΜΟΝΤΕΛΩΝ ΠΡΟΞΕΟΦΛΗΣΗΣ ΜΕ ΡΥΘΜΟ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

	Μοντέλο Προεξόφλησης μερισμάτων DDM	Μοντέλο FCFE	Μοντέλο FCFF
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΥΨΗΛΟΥ ΡΥΘΜΟΥ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ	Χαμηλή ή καθόλου διάθεση μερισμάτων	Υψηλές κεφαλαιουχικές δαπάνες σε σχέση με την απόσβεση.	Υψηλές κεφαλαιουχικές δαπάνες σε σχέση με την απόσβεση.
	Υψηλές αποδόσεις για τα έργα (ROA)	Υψηλές αποδόσεις για τα έργα (ROA)	Υψηλές αποδόσεις για τα έργα (ROA)
	Χαμηλός βαθμός μόχλευσης (D/E)	Χαμηλός βαθμός μόχλευσης	Χαμηλός βαθμός μόχλευσης
	Υψηλός κίνδυνος (υψηλός συντελεστής beta)	Υψηλός κίνδυνος	Υψηλός κίνδυνος
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΣΤΑΘΕΡΟΥ ΡΥΘΜΟΥ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ	Υψηλή διάθεση μερισμάτων ανάλογα των κερδών	Μείωση διαφοράς μεταξύ των κεφαλαιουχικών δαπανών και των αποσβέσεων.	Μείωση διαφοράς μεταξύ των κεφαλαιουχικών δαπανών και των αποσβέσεων.
	Μέτριες αποδόσεις των έργων (ο δείκτης ROA είναι σχετιζεται με αυτόν της αγοράς ή του μέσου όρου του κλάδου)	Μέτριες αποδόσεις των έργων (ο δείκτης ROA είναι σχετιζεται με αυτόν της αγοράς ή του μέσου όρου του κλάδου)	Μέτριες αποδόσεις των έργων (ο δείκτης ROA είναι σχετιζεται με αυτόν της αγοράς ή του μέσου όρου του κλάδου)
	Υψηλότερη μόχλευση	Υψηλότερη μόχλευση	Υψηλότερη μόχλευση
	Μέσος κίνδυνος (δείκτης beta κοντά στη μονάδα)	Μέσος κίνδυνος (δείκτης beta κοντά στη μονάδα)	Μέσος κίνδυνος (δείκτης beta κοντά στη μονάδα)

Πίνακας 5: Παραδοχές - Συσχέτιση Μοντέλων Προεξόφλησης με Ρυθμό Ανάπτυξης της επιχείρησης

2.2.2. Προεξόφληση Ελεύθερων Ταμειακών Ροών στην Εταιρεία (FCFF)

Ελεύθερη ταμειακή ροή για την εταιρία ως σύνολο (free cash flow to the firm) ορίζεται ως η ταμειακή ροή που είναι διαθέσιμη προς όλους όσους παρέχουν κεφάλαια στην επιχείρηση εφόσον έχουν ήδη πληρωθεί όλα τα λειτουργικά έξοδα (συμπεριλαμβανομένων και των φόρων) και έχουν γίνει οι απαραίτητες επενδύσεις σε απαιτούμενο κεφάλαιο κίνησης και σε επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου.

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

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

Αξίζει να τονιστεί ότι χρησιμοποιείται το σταθμικό μέσο κόστος κεφαλαίου ως ποσοστό προεξόφλησης γιατί τα FCFF_t είναι η μετά φόρων ταμειακή ροή που πηγαίνει προς όλους τους επενδυτές της συγκεκριμένης κάθε φορά επιχείρησης.

Το κόστος κεφαλαίου είναι το απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης το οποίο επιθυμούν οι επενδυτές μιας επιχείρησης. Επίσης θεωρείται ως το κόστος ευκαιρίας των επενδυτών από την άποψη ότι αυτοί είναι διατεθειμένοι να επενδύσουν σε συγκεκριμένη κάθε φορά επιχείρηση εφόσον η αναμενόμενη απόδοση αυτής της επένδυσης καλύπτει το κόστος κεφαλαίου γιατί είναι δυνατόν να υπάρχουν και άλλες επενδυτικές επιλογές ίδιου βαθμού κινδύνου που είναι δυνατόν να εξασφαλίζουν την παραπάνω προϋπόθεση. Η πιο ευρέως χρησιμοποιούμενη προσέγγιση για τον υπολογισμό του απαιτούμενου ποσοστού απόδοσης των επενδυτών μιας επιχείρησης είναι ο υπολογισμός του σταθμικού μέσου κόστους κεφαλαίου (WACC).

Όπως γνωρίζουμε οι ταμειακές ροές μιας επιχείρησης ταξινομούνται σε τρεις διαφορετικές κατηγορίες στα πλαίσια της κατάστασης ταμειακών ροών. Αυτές είναι οι ταμειακές ροές από τις λειτουργικές δραστηριότητες (operating activities) της επιχείρησης, οι ταμειακές ροές από τις επενδυτικές δραστηριότητες (investing activities) και οι ταμειακές ροές από τις χρηματοδοτικές δραστηριότητες της επιχειρηματικής οντότητας (financing activities).

Οι ταμειακές ροές από τις λειτουργικές δραστηριότητες περιλαμβάνουν όλες τις ταμειακές ροές που προέρχονται από συναλλαγές και γεγονότα που δεν συμπεριλαμβάνονται στις επενδυτικές ή χρηματοδοτικές δραστηριότητες.

Οι ταμειακές ροές από τις επενδυτικές δραστηριότητες περιλαμβάνουν τις εισροές και εκροές που σχετίζονται με την χρησιμοποίηση μετρητών για την απόκτηση παραγωγικού εξοπλισμού που χρησιμοποιείται από την επιχείρηση καθώς και για την απόκτηση άλλων μη ταμειακών περιουσιακών στοιχείων.

Τέλος οι ταμειακές ροές από τις χρηματοδοτικές δραστηριότητες της επιχειρηματικής οντότητας περιλαμβάνουν τις εισροές και εκροές που σχετίζονται με το πώς αποκτούνται τα μετρητά που απαιτούνται για την χρηματοδότηση της συμπεριλαμβανομένης και της χρηματοδότησης των λειτουργικών της δραστηριοτήτων.

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

FCFF = Ταμειακές Ροές από τις Λειτουργικές δραστηριότητες της Επιχείρησης + Τόκοι × (1-φ) – Επενδύσεις σε Πάγια Περιουσιακά Στοιχεία

Τέλος, σε αυτόν τον τρόπο υπολογισμού του FCFF δεν αφαιρούνται οι επενδύσεις σε κεφάλαιο κίνησης γιατί πλέον εδώ οι ταμειακές ροές από τις λειτουργικές δραστηριότητες (operating activities) της επιχείρησης περιλαμβάνουν ήδη επένδυση σε κεφάλαιο κίνησης.

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

Η μαθηματική έκφραση της παραπάνω ιδιότητας γράφεται ως εξής:

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

Εάν αντικαταστήσουμε τον τύπο αυτό για τις ταμειακές ροές στη γενική μαθηματική εξίσωση του μοντέλου που παρουσιάστηκε παραπάνω, θα προκύψει:

$$\text{Συνολική Αξία της Επιχείρησης} = \sum_{t=1}^{\infty} \text{FCFF}_t / (1 + \text{WACC})^t = \text{FCFF}_1 / (\text{WACC} - g)$$

ή πιο αναλυτικά

$$\text{Συνολική Αξία της Επιχείρησης} = \text{FCFF}_0 \times (1+g) / (\text{WACC} - g)$$

2.2.3. Προεξόφληση Ελεύθερων Ταμειακών Ροών στους Μετόχους (FCFE)

Το μοντέλο των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών στους Μετόχους εκτιμά τα μέγιστα δυνατά μερίσματα στους μετόχους μετά από οποιαδήποτε αναγκαία αύξηση κεφαλαίου. Η εξαγωγή των ταμειακών ροών βασίζεται σε παραδοχές για την κεφαλαιακή δομή της επιχείρησης σε συνδυασμό με την υπόθεση ότι θα προβεί και σε δανεισμό. Εξετάζεται το γεγονός κατά πόσο μπορεί να δανειστεί και το ύψος των δανείων καθορίζεται από την αναλογία ιδίων/δανείων και από μια αποδεκτή κάλυψη των τόκων.

Η ελεύθερη ταμειακή ροή κάθε έτους που αφορά στους Μετόχους (FCFE) είναι η ταμειακή ροή που διατίθεται στους κατόχους μετοχών μετά την πληρωμή των λειτουργικών εξόδων, των τόκων και του αρχικού δανειακού κεφαλαίου, ενώ έχουν ληφθεί υπόψη οι αναγκαίες επενδύσεις σε κεφάλαιο κίνησης και σε πάγια. Έχοντας αναλύσει προηγουμένως τη μέθοδο προεξόφλησης ελεύθερων ταμειακών ροών στην εταιρεία, επισημαίνεται ότι εάν από τις προεξοφλημένες αυτές ταμειακές ροές που θα έχουν υπολογιστεί αφαιρεθούν οι τόκοι δανείων και προστεθεί η καθαρή αύξηση του δανεισμού προκύπτουν οι προεξοφλημένες ελεύθερες ταμειακές ροές στους μετόχους. Η σχέση αυτή των δύο διαφορετικών μοντέλων προεξόφλησης ταμειακών ροών εκφράζεται ως εξής:

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

Η εκάστοτε ταμειακή ροή που θα προκύψει, εκφράζει το δυνατό μερίσμα διανομής προς τους μετόχους (κατόχους κοινών μετοχών). Τονίζεται δε, ότι η διανομή

μερίσματος, εν τέλει, εξαρτάται από την αντίστοιχη πολιτική και διακριτική ευχέρεια του διοικητικού συμβουλίου (ΔΣ).

Εξετάζοντας το Μοντέλο Προεξόφλησης Ελεύθερων Ταμειακών Ροών στους Μετόχους (FCFE) μεμονωμένα και όχι σε συνάρτηση με το Μοντέλο Προεξόφλησης Ελεύθερων Ταμειακών Ροών στην Εταιρεία (FCFF) αρχικά θεωρούμε ότι η κάθε ελεύθερη ταμειακή ροή αυξάνεται με ένα σταθερό ρυθμό g και έτσι η ελεύθερη ταμειακή ροή του τρέχοντος έτους ισούται με την ελεύθερη ταμειακή ροή του προηγούμενου έτους πολλαπλασιαζόμενη με $(1+g)$. Μαθηματικά ο υπολογισμός της ελεύθερης ταμειακής ροής κάθε έτους εκφράζεται ως εξής :

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

Ακολουθώντας και πάλι την ίδια διαδικασία με αυτήν που ακολουθήθηκε για την ελεύθερη ταμειακή ροή για το σύνολο της επιχείρησης και αντικαθιστώντας στον γενικό τύπο που παρουσιάστηκε στην αρχική ενότητα της περιγραφής αυτής της κατηγορίας των μοντέλων έχουμε :

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

ή

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

όπου r το κόστος Ιδίων Κεφαλαίων (K_e) και μπορεί να υπολογιστεί είτε με το μοντέλο αποτίμησης κεφαλαιακών περιουσιακών στοιχείων είτε με το μοντέλο του αρμπιτράζ.

Τέλος, όσον αφορά στο ρυθμό αύξησης της ελεύθερης ταμειακής ροής (g), επισημαίνεται ότι δεν είναι απαραίτητα ο ίδιος για τις περιπτώσεις όπου προεξοφλούνται οι ελεύθερες ταμειακές ροές προς την εταιρεία και προς τους μετόχους.

2.2.4. Μοντέλο Αποτίμησης με βάση την Προεξόφληση του Υπολειμματικού Εισοδήματος (Residual Income)

Το υπολειμματικό εισόδημα ορίζεται ως το καθαρό λειτουργικό εισόδημα που δημιουργείται από την επιχείρηση πάνω από την ελάχιστη απαιτούμενη απόδοση επί των λειτουργικών της στοιχείων.

Η κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης, για τον προσδιορισμό του καθαρού αποτελέσματος, παρουσιάζει μόνο το κόστος δανεισμού ως έξοδο με τη μορφή των τόκων που είναι υποχρεωμένη οποιαδήποτε εταιρία να πληρώσει για τα ξένα κεφάλαια που έχει δανειστεί. Κατά τη διαδικασία κατάρτισης αυτών των λογιστικών καταστάσεων δεν παρουσιάζεται το κόστος των ιδίων κεφαλαίων που χρησιμοποιεί η εκάστοτε επιχείρηση για την χρηματοδότηση της.

Έτσι, με βάση τα παραπάνω είναι δυνατόν κάποια επιχείρηση να παρουσιάζει θετικό καθαρό αποτέλεσμα αλλά να μην δημιουργεί αξία για τους μετόχους της αφού είναι πιθανόν αυτό να μην υπερβαίνει το κόστος των ιδίων κεφαλαίων της (cost of equity).

Την πρακτική αυτή αδυναμία ήρθε να καλύψει η έννοια του υπολειμματικού εισοδήματος μιας και τα τελευταία χρόνια η δημιουργία περιουσίας για τους μετόχους, η οποία εκφράζεται ως η μεγιστοποίηση της αξίας των κεφαλαίων που έχουν τοποθετηθεί στην επιχείρηση, έχει αναχθεί ως κορυφαίος στόχος της διοίκησης της επιχείρησης.

Η Γενική Μαθηματική Εξίσωση Του Μοντέλου Του Υπολειμματικού Εισοδήματος μιας διακριτής περιόδου είναι η εξής:

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

όπου,

V_0 είναι η παρούσα αξία ανά μετοχή, B_0 η παρούσα λογιστική αξία ανά μετοχή,

B_t η αναμενόμενη λογιστική αξία ανά μετοχή στο χρόνο t ,

r το απαιτούμενο ποσοστό

απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων (cost of equity),

E_t τα αναμενόμενα κέρδη ανά μετοχή στο χρόνο

Υποθέσεις οι οποίες περιλαμβάνονται στο παραπάνω μοντέλο είναι:

- Ο δείκτης ROE της υπό εξέταση επιχείρησης παραμένει σταθερός για όλη την διάρκεια του επενδυτικού ορίζοντα και
- Τα κέρδη αυξάνονται με σταθερό ρυθμό.

Λαμβάνοντας υπόψη αυτές τις υποθέσεις ο τύπος που μας δίνει την αξία μιας μετοχής είναι ο εξής :

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

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

Επιπλέον, είναι σημαντικό να τονιστούν δύο βασικά σημεία. Πρώτον, εάν μια επιχείρηση παρουσιάζει δείκτη ROE μεγαλύτερο από το κόστος ιδίων κεφαλαίων της (cost of equity) τότε η αντίστοιχη μετοχή της θα αποτιμάται σε αξία μεγαλύτερη αυτή της λογιστικής της αξίας, αν το κόστος είναι ίσο με το δείκτη αυτόν τότε η μετοχή θα έχει αξία ίση με τη λογιστική της αξία ενώ εάν ο δείκτης είναι μικρότερος του κόστους τότε η αξία της μετοχής θα είναι μικρότερη της λογιστικής της αξίας.

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

2.3. Μοντέλα Αποτίμησης βασισμένα στην Αγορά

2.3.1. Μέθοδος Αποτίμησης Αγοράς

Η Μέθοδος Αποτίμησης της Αγοράς είναι ο απλούστερος τρόπος να αποτιμηθεί μία εισηγμένη επιχείρηση, επιχειρήσεις δηλαδή οι οποίες εκδίδουν μετοχές). Σε αυτές συμπεριλαμβάνονται και μεγάλες επιχειρήσεις των οποίων η

μετοχή διαπραγματεύεται σε χρηματιστήρια όπως το NASDAQ ή το NYSE. Εφόσον είναι εισηγμένες, είναι σχετικά εύκολο να εντοπιστούν οι σχετικές πληροφορίες για αυτές, καθώς υποχρεούνται να δημοσιεύουν ετήσιες οικονομικές αναφορές. Επιπλέον, για να καθοριστεί η αξία μίας εισηγμένης επιχείρησης, αρκεί να υπολογιστεί η κεφαλαιοποίηση της, πολλαπλασιάζοντας την αξία της μετοχής της επιχείρησης με τον αριθμό των μετοχών προκειμένου να εξαχθεί τελικώς, η χρηματιστηριακή αξία της καθαρής της θέσης.

Εφόσον υπολογιστεί αυτή η αξία, μπορεί να προσαρμοστεί επί του ποσού που θα γινόταν η πώληση, αν η επιχείρηση ήταν προς πώληση. Η τιμή που οι αγοραστές προτίθενται να πληρώσουν δεν αντανακλάται υποχρεωτικά στην τιμή της μετοχής. Ως εκ τούτου, η επιχείρηση δύναται να πουληθεί είτε σε υποτίμηση (σε χαμηλότερη τιμή από την αγοραία αξία) είτε σε υπερεκτίμηση (σε υψηλότερη τιμή από την αγοραία αξία).

2.3.2. Μέθοδος Συγκριτικής Αποτίμησης

2.3.2.1. Γενικά στοιχεία Μεθόδου Συγκριτικής Αποτίμησης

Η αξία κάθε περιουσιακού στοιχείου μπορεί να υπολογιστεί από το πώς αποτιμώνται στην αγορά “παρόμοια” ή “συγκρίσιμα” περιουσιακά στοιχεία (assets). Η εγγενής αξία ενός περιουσιακού στοιχείου είναι σχεδόν αδύνατο να υπολογιστεί και ουσιαστικά αφορά στο ποσό που η αγορά είναι διατεθειμένη να πληρώσει για αυτό (ανάλογα με τα χαρακτηριστικά του). Για να γίνει μία συγκριτική αποτίμηση απαιτείται:

- Ένα ταυτόσημο περιουσιακό στοιχείο, ή μία ομάδα συγκρίσιμων ή παρόμοιων περιουσιακών στοιχείων.
- Ένα τυποποιημένο μέτρο της αξίας (στην καθαρή θέση, αυτό επιτυγχάνεται διαιρώντας την τιμή με μία κοινή μεταβλητή, όπως τα κέρδη ή η λογιστική αξία).
- Μεταβλητές ελέγχου των διαφορών, σε περίπτωση που τα περιουσιακά στοιχεία δεν είναι απολύτως συγκρίσιμα μεταξύ τους.

Σφάλματα στην τιμολόγηση συγκρίσιμων ή παρόμοιων περιουσιακών

στοιχείων είναι ευκολότερα εντοπίσιμα, επεξεργάσιμα και ταχύτερα διορθώσιμα.

2.3.2.2. Πλεονεκτήματα Συγκριτικής Αποτίμησης

Η Μέθοδος Συγκριτικής Αποτίμησης είναι πιθανότερο να αντικατοπτρίζει τις αντιλήψεις και τις διαθέσεις της αγοράς από ότι η Μέθοδος Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών. Αυτό το γεγονός αποτελεί πλεονέκτημα στην περίπτωση που είναι σημαντικό η τιμή να αντικατοπτρίζει αυτές τις αντιλήψεις, όπως σε περιπτώσεις όπου:

- Ο στόχος είναι η πώληση ενός περιουσιακού στοιχείου στη σημερινή τιμή (IPO, M&A)
- Θα γίνει επένδυση η οποία μπορεί να επηρεαστεί από “δυναμικές” στρατηγικές που εφαρμόζονται και συνεχώς μεταβάλλουν τα δεδομένα.

Με αυτή τη μέθοδο θα υπάρχει πάντα ένα σημαντικό ποσοστό χρεογράφων που θα υποτιμηθούν ή θα υπερτιμηθούν.

Καθώς η απόδοση των διαχειριστών χαρτοφυλακίου κρίνεται σε συγκριτική βάση (σε σχέση με την αγορά ή άλλους διαχειριστές χρήματος), η Μέθοδος Συγκριτικής Αποτίμησης είναι περισσότερο προσαρμοσμένη στις ανάγκες τους. Η συγκεκριμένη μέθοδος γενικά απαιτεί λιγότερο σαφή πληροφόρηση από ότι η Μέθοδος Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών.

2.3.2.3. Μειονεκτήματα Συγκριτικής Αποτίμησης

Ένα χαρτοφυλάκιο που αποτελείται από υποτιμημένες μετοχές σε συγκριτική βάση, δύναται να υπερτιμηθεί, ακόμα και αν η κρίση του αναλυτή είναι ορθή. Απλά η υπερτίμηση τους είναι χαμηλότερη από άλλων χρεογράφων στην αγορά.

Η Μέθοδος Συγκριτικής Αποτίμησης βασίζεται στην υπόθεση ότι οι αγορές είναι σωστές στο σύνολό τους, αλλά γίνονται λάθη σε μεμονωμένα χρεόγραφα. Στο βαθμό που οι αγορές δύναται να είναι υπό ή υπέρ τιμημένες στο σύνολό τους, η Μέθοδος Συγκριτικής Αποτίμησης θα αποτύχει.

Η Μέθοδος Συγκριτικής Αποτίμησης μπορεί να απαιτεί λιγότερη πληροφόρηση με τον τρόπο που οι περισσότεροι αναλυτές και διαχειριστές

χαρτοφυλακίου τη χρησιμοποιούν. Παρόλα αυτά, αυτό συμβαίνει επειδή γίνονται σαφείς υποθέσεις για λοιπές μεταβλητές (που θα χρησιμοποιούνταν στη Μέθοδο Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών). Στο βαθμό που αυτές οι σαφείς υποθέσεις είναι λανθασμένες, θα είναι λανθασμένη και η Μέθοδος Συγκριτικής Αποτίμησης.

2.3.2.4. Αποτελεσματικότητα της Μεθόδου Συγκριτικής Αποτίμησης

Αυτή η μέθοδος χρησιμοποιείται ευκολότερα όταν:

- Υπάρχει μεγάλος αριθμός περιουσιακών στοιχείων που μπορούν να συγκριθούν με το υπό αξιολόγηση περιουσιακά στοιχεία
- Αυτά τα περιουσιακά στοιχεία τιμολογούνται στην αγορά
- Υπάρχουν κάποιες κοινές μεταβλητές που μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την τυποποίηση της τιμής

Αυτή η μέθοδος είναι πιο αποτελεσματική για τους επενδυτές που:

- Έχουν σχετικά περιορισμένους χρονικούς ορίζοντες
- Κρίνονται βασιζόμενοι σε σχετικά σημεία αναφοράς (αγορά, λοιποί χειριστές χαρτοφυλακίων που ακολουθούν το ίδιο επενδυτικό ύφος, κλπ.)
- Μπορούν να δράσουν εκμεταλλευόμενοι την σχετική τιμολόγηση, για παράδειγμα, ένα hedge fund μπορεί να αγοράσει τα υποτιμημένα και να πουλήσει τα υπερτιμημένα κεφάλαια.

2.3.3. Γενικά στοιχεία, Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα της χρήσης μοντέλου Τιμολόγησης Δικαιωμάτων (Option Pricing Model)

Τα Μοντέλα Επιλεκτικής Τιμολόγησης επιτρέπουν την αποτίμηση περιουσιακών στοιχείων που δεν θα ήταν δυνατό να αποτιμηθούν διαφορετικά. Για παράδειγμα, η καθαρή θέση έντονα προβληματικών επιχειρήσεων και η μετοχή μίας μικρής εταιρείας βιοτεχνολογίας (χωρίς έσοδα και κέρδη) αποτιμώνται δύσκολα χρησιμοποιώντας τη Μέθοδο Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών ή με Πολλαπλάσια. Μπορούν όμως να αποτιμηθούν με Επιλεκτική Τιμολόγηση.

Τα Μοντέλα Επιλεκτικής Τιμολόγησης προσφέρουν μία νέα θεώρηση στους «διαμορφωτές» της αξίας. Σε περιπτώσεις όπου η αξία ενός περιουσιακού στοιχείου

απορρέει από τα επιλεκτικά χαρακτηριστικά του, όπως η επικινδυνότητα ή η μεταβλητότητα, μπορεί η αξία να αυξηθεί αντί να μειωθεί.

Όταν πραγματικά δικαιώματα (που περιλαμβάνουν το δικαίωμα φυσικών πόρων και προϊόντων ευρεσιτεχνίας) αποτιμώνται, πολλά από τα δεδομένα που απαιτούνται για τα Μοντέλα Επιλεκτικής Τιμολόγησης είναι δύσκολο να αποκτηθούν. Για παράδειγμα, τα έργα δεν συναλλάσσονται και ως εκ τούτου η εξαγωγή της τρέχουσας αξίας για ένα έργο ή μία διακύμανση είναι αρκετά αποθαρρυντική.

Τα Μοντέλα Επιλεκτικής Τιμολόγησης αντλούν την αξία από υποκείμενα περιουσιακά στοιχεία. Για να γίνει λοιπόν επιλεκτική τιμολόγηση, πρέπει πρώτα να αποτιμηθούν τα περιουσιακά στοιχεία. Επομένως, αυτή η προσέγγιση είναι συμπληρωματική σε άλλες προσεγγίσεις αποτίμησης.

Τέλος, υπάρχει ο κίνδυνος διπλής καταμέτρησης των περιουσιακών στοιχείων. Επομένως, ένας αναλυτής που χρησιμοποιεί υψηλότερο ρυθμό ανάπτυξης σε αποτίμηση με τη Μέθοδο Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών για μία φαρμακευτική εταιρεία, επειδή έχει πολύτιμα διπλώματα ευρεσιτεχνίας, θα καταμετρήσει διπλά τα διπλώματα ευρεσιτεχνίας, αν αποτίμηση αυτά τα διπλώματα ως περιουσιακά στοιχεία και τα προσθέσει στη προεξοφλημένη ταμιακή ροή της αξίας.

2.3.4. Μέσος Όρος Χρηματιστηριακής Αξίας

Ο υπολογισμός της μέσης χρηματιστηριακής αξίας γίνεται λαμβάνοντας υπόψη το συνολικός τζίρος συναλλαγών της μετοχής της εκάστοτε προς αποτίμηση εταιρείας κατά το τελευταίο έτος (12μηνος). Η διαίρεση αυτού με συνολικό όγκο συναλλαγών των τελευταίων 12 μηνών δίδει τη μέση τιμή της μετοχής. Στη συνέχεια, πολλαπλασιάζεται με τον αριθμό των μετοχών και το τελικό αποτέλεσμα εκφράζει τη μέση χρηματιστηριακή αξία.

Σημειώνεται ότι σε περίπτωση μιας μετοχής με ιδιαίτερα μικρό (ασθενή) όγκο συναλλαγών, η εν λόγω αυτή θα πρέπει να σταθμίζεται με χαμηλό συντελεστή δρώντας συμπληρωματικά και με άλλες μεθόδους. Στα πλαίσια του συνδυασμού μεθόδων αποτίμησης, ο μέσος όρος χρηματιστηριακής αξίας, δηλαδή, αποτελεί μέθοδο χαμηλής βαρύτητας.

2.3.5. Μέθοδος Πολλαπλασιαστών Καθαρής Θέσης (P/BV)

Τα βήματα υπολογισμού με τη μέθοδο των Πολλαπλασιαστών Καθαρής Θέσης περιγράφουν επακριβώς και τη μέθοδο αυτή. Πιο συγκεκριμένα:

- 1) Υπολογίζεται ο μέσος όρος των προβλεπόμενων ιδίων κεφαλαίων της εταιρίας με χρονικό ορίζοντα 5ετίας.
- 2) Υπολογίζεται ο μέσος δείκτης P/BV ενός αντιπροσωπευτικού δείγματος εισηγμένων εταιριών που ανήκουν στον κλάδο της εταιρίας.
- 3) Πολλαπλασιάζεται ο μέσος όρος των ιδίων κεφαλαίων με το μέσο δείκτη P/BV και εξάγεται η αξία της επιχείρησης.
- 4) Από την ανωτέρω αξία αφαιρείται ένα ποσοστό έκπτωσης (discount, συνήθως 20%-30%) για λόγους συντηρητικότητας.
- 5) Τέλος, η ανωτέρω αξία προσαρμόζεται βάσει και των παρατηρήσεων των ορκωτών ελεγκτών-λογιστών, και εξάγεται η καθαρή αξία της επιχείρησης.

2.3.6. Μέθοδος Πολλαπλασιαστών Τιμής προς Κέρδη ανά Μετοχή (P/E)

Η εξαγωγή της αξίας μιας επιχείρησης βάσει αυτής της μεθόδου πραγματοποιείται ως ακολούθως (συνοπτική παρουσίαση των βημάτων υπολογισμού):

- 1) Υπολογίζεται ο μέσος όρος των προβλεπόμενων καθαρών κερδών (μετά φόρων) της εταιρίας σε πενταετή χρονικό ορίζοντα.
- 2) Υπολογίζεται ο μέσος δείκτης P/E ενός αντιπροσωπευτικού δείγματος εισηγμένων εταιριών που ανήκουν στον κλάδο της προς αποτίμηση εταιρίας.
- 3) Πολλαπλασιάζεται ο μέσος όρος καθαρών κερδών (βήμα 1) με το μέσο δείκτη P/E (βήμα 2) και εξάγεται η αξία της επιχείρησης.

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (BUSINESS VALUATION)

4) Από την αξία αυτή (βήμα 3) λαμβάνεται υπόψη η έννοια της συντηρητικότητας και αφαιρείται με μορφή έκπτωσης (discount) ένα ποσοστό το οποίο συνήθως κυμαίνεται από 20% έως 30%.

5) Τέλος, η τελική αξία (βήμα 4) προσαρμόζεται βάσει των επισημάνσεων και παρεμβάσεων των ορκωτών ελεγκτών-λογιστών και εξάγεται η τελική καθαρή αξία της επιχείρησης

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο: ΠΡΑΚΤΙΚΗ ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΜΟΝΤΕΛΩΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ – ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ «ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS ΑΕΒΕ»

3.1. Εταιρικό Προφίλ

3.1.1. Αντικείμενο της Εταιρείας

Η εταιρεία ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS Α.Ε.Β.Ε. δραστηριοποιείται στον τομέα του λιανικού εμπορίου, στην Ελληνική αγορά και συγκεκριμένα αφορά σε εμπόριο Ηλεκτρονικών Υπολογιστών και προϊόντων ψηφιακής τεχνολογίας, τηλεπικοινωνιών και ειδών γραφείου. Σύμφωνα με επίσημα στοιχεία, το εμπόριο ηλεκτρονικών υπολογιστών και ψηφιακές εφαρμογές αντιπροσώπευσαν το μεγαλύτερο μέρος των πωλήσεων κατά το 2013 (ήτοι 55%), ενώ τα αναλώσιμα είδη γραφείου και τα προϊόντα Τηλεπικοινωνιών αντιπροσώπευσαν ποσοστό 31% και κατά 13% επί των πωλήσεων αντίστοιχα (Σχήμα 1).



Σχεδιάγραμμα 1: Πωλήσεις ανά Κατηγορία Προϊόντος

Βασικό χαρακτηριστικό της εν λόγω εταιρείας είναι ότι εκτός από την πώληση προϊόντων που ανήκουν σε διεθνώς αναγνωρισμένες μάρκες (Toshiba, IBM, Dell, κ.ά.), η εταιρεία εμπορεύεται δικά της προϊόντα ιδιωτικής ετικέτας (Private Label ή Store Brands) στο χώρο τόσο των Η/Υ όσο και των τηλεπικοινωνιών και ειδών γραφείου. Πιο συγκεκριμένα, η ιδιωτική ετικέτα προϊόντων «Turbo-X» αφορά σε Η/Υ και τηλεπικοινωνίες, ενώ η αποκλειστική διανομή των εμπορικών σημάτων «Q-connect», «@work» και «Sentio» αφορά κυρίως σε είδη γραφείου. Σημειώνεται ότι το εμπορικό σήμα Turbo-X περιλαμβάνει ένα ευρύ φάσμα προϊόντων, όπως φορητοί υπολογιστές (laptops), tablets, κινητά τηλέφωνα και περιφερειακά Η/Υ.

3.1.2. Ιστορική Επισκόπηση

Η εταιρεία ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS Α.Ε.Β.Ε. ιδρύθηκε το έτος 1969 στην Αθήνα, ξεκινώντας τη λειτουργία της ως ένα μικρό κατάστημα ειδών γραφείου. Το έτος 1986, η εταιρεία δημιούργησε την Ιδιωτική Ετικέτα στο χώρο των Η/Υ με την επωνυμία Turbo-X, ενώ κατά το έτος 1999 εγκαινίασε το ηλεκτρονικό της κατάστημα και η μετοχή της εισήχθη στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Τέλος, κατά τα έτη 2005 και 2009, σημειώθηκαν δύο σημαντικές επενδύσεις οι οποίες αφορούσαν στην ίδρυση της θυγατρικής της στη Βουλγαρία και στη δημιουργία του σύγχρονου κέντρου logistics στη Μαγούλα αντίστοιχα.

3.1.3. Χρηματιστηριακά Στοιχεία και Μετοχική Σύσταση

Μέχρι σήμερα, η εταιρεία συμπεριλαμβάνεται σε δύο χρηματιστήρια, το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και στο Χρηματιστήριο Αξιών της Φρανκφούρτης. Η πλειοψηφία των μετοχών (ποσοστού περί του 82%) ανήκει στην οικογένεια Γεράρδου, ενώ μόνο το υπόλοιπο 18% διαπραγματεύεται δημόσια στις αγορές. Η μετοχή της εταιρείας συμμετέχει σε 4 δείκτες του Χρηματιστηρίου Αθηνών και πιο συγκεκριμένα, στο δείκτη FTSE/ΧΑ (FTSEA), στο δείκτη FTSE/ΧΑ Mid Cap (FTSEM), στο δείκτη Hellenic Mid-Small Cap (HELMIS) και στο δείκτη FTSE/ΧΑ Technology Index (DTX).

3.1.4. Γεωγραφική Δραστηριότητα

Έχοντας στην κατοχή της ένα δίκτυο 23 καταστημάτων με συνολικό αριθμό 1200 εργαζομένων στην Ελλάδα, η εταιρεία ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS Α.Ε.Β.Ε. θεωρείται ένας από του ηγέτες στον κλάδο της. Ακόμη, έχει ιδρύσει θυγατρική εταιρεία με την επωνυμία Plaisio Computers JSC στη Βουλγαρία ως ένα πρώτο βήμα για τη λειτουργία της ως πολυεθνική. Η διανομή στην αγορά γίνεται μέσω των ιδιόκτητων καταστημάτων της και ένα στόλο από φορτηγά που εξασφαλίζουν την παράδοση των προϊόντων στους αποδέκτες τους.

3.1.5. Ανταγωνιστικό Πλεονέκτημα

Ως κύριο συγκριτικό πλεονέκτημα το οποίο οδηγεί και στην ανάπτυξη του ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος της εταιρείας είναι η πώληση των προϊόντων ιδιωτικής ετικέτας, με προϊόντα παρόμοια με αυτά των διεθνώς αναγνωρισμένων εταιρειών, αλλά σε πολύ χαμηλότερες τιμές (π.χ. Turbo-X, Q connect, @work και Sentio). Εφαρμόζοντας μια πολυκαναλική προσέγγιση στην Ελλάδα, καλύπτει τη ζήτηση των B2B και B2C αγορών για προσωπικούς υπολογιστές, ηλεκτρονικά και είδη γραφείου, μέσω φυσικών και ψηφιακών καναλιών αγορών, προσφέροντας την ίδια υψηλού επιπέδου εξυπηρέτηση (quality of service) σε κάθε εν δυνάμει πελάτη. Η «θετική» εμπειρία που έχει ως στόχο να προσφέρει στον πελάτη, εντός του καταστήματος, υποστηρίζεται από την γρήγορη και αποτελεσματική εξυπηρέτηση μετά την πώληση (after sale service). Επιπλέον, έχει δημιουργήσει ισχυρές μακροχρόνιες σχέσεις με τους προμηθευτές της, λόγω της ηγετικής θέσης της στην ελληνική αγορά και της υγιής κεφαλαιακής της διάρθρωση.

3.1.6. Στρατηγική βασισμένη σε Πολυπροϊόντικό – Πολυκαναλικό – Πολυπελατειακό μοντέλο

Εξετάζοντας τον τρόπο λειτουργίας και δραστηριοποίησης της εταιρείας στην αγορά διακρίνεται η προώθηση των προϊόντων ιδιωτικής ετικέτας της, τα οποία είναι κατασκευασμένα από χαμηλού κόστους εξαρτήματα, εισαγόμενα από την Κίνα. Με

τον τρόπο αυτό παρακάμπτονται μεσάζοντες οι οποίοι θα αποτελούσαν μεγαλύτερο κόστος για την εταιρεία. Το γεγονός αυτό και σε συνδυασμό με όλους τους τομείς δραστηριοποίησης της εταιρείας και το γενικότερο τρόπο διοίκησης υποδεικνύει μια επιχειρηματική στρατηγική εστίασης (συνδυασμός στρατηγικής διαφοροποίησης και ηγεσίας κόστους) με βάση το κόστος. Η στρατηγική γίνεται ιδιαίτερα εμφανής από την προσπάθεια της εταιρείας να καλύψει ευρύ μέρος αλλά όχι ολόκληρη την αγορά και από το ότι βασίζεται σε ένα συγκεκριμένο της τμήμα για να επιτύχει τους στόχους της (ανάπτυξη προϊόντων ιδιωτικής ετικέτας). Με την εν λόγω στρατηγική αλλά και συγκεκριμένα με τον τρόπο εφαρμογής της από την εταιρεία ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS A.E.B.E. έχει επιτευχθεί η σταθερότητα εν μέσω οικονομικής κρίσης, επιτρέποντας στην εταιρεία να σχεδιάζει, να στοχεύει και να παραμένει ενημερωμένη (up to date) στον τρόπο λειτουργίας των επιμέρους τμημάτων της, χωρίς - μόνη και μόνιμη ανησυχία της - να είναι η οριστική παύση ή μη της λειτουργίας της (φαινόμενο σύνηθες στην Ελλάδα κατά τα τελευταία έτη).

Παράλληλα, το τμήμα μάρκετινγκ παρουσιάζει έντονη δραστηριότητα κυρίως μέσω του διαδικτύου αλλά και των συνεχώς ανανεωμένων διαφημιστικών και καταλόγων. Αισθητή είναι και η παρουσία τηλεοπτικών διαφημίσεων, δίνοντας έμφαση στα προϊόντα ιδιωτικής ετικέτας και ιδιαίτερα στα Turbo-X. Τέλος, όπως και οι περισσότερες εταιρείες πλέον, η εταιρεία διατηρεί ενεργό θέση στα μέσα κοινωνική δικτύωσης (social media) με απώτερο σκοπό, εκτός της γενικότερης διαφήμισης, την εξατομίκευση των προσφερόμενων υπηρεσιών που προσφέρονται σε κάθε εν δυνάμει πελάτη.

3.1.7. Ανάλυση PEST

Το μακρο-περιβάλλον ή γενικευμένο περιβάλλον (μέρος του εξωτερικού περιβάλλοντος) επηρεάζει την επιχείρηση μέσω της επίδρασης του στο κλαδικό περιβάλλον και μπορεί να επιφέρει σε αυτήν, ανεξαρτήτως κλάδου, ραγδαίες αλλαγές και μεταβολές. Συνεπώς, υπάρχουν ορισμένοι παράγοντες οι οποίες δύναται να εξεταστούν και συνεκτιμηθεί ο τρόπος και ο βαθμός επιρροής του καθενός στη θέση και τη λειτουργία της επιχείρησης. Η ανάλυση PEST παρουσιάζει τους

παράγοντες αυτούς που επηρεάζουν το εξωτερικό περιβάλλον μιας επιχείρησης, δηλαδή τις δυνάμεις που αναπτύσσονται εκτός αυτής, οι οποίες και καθοδηγούν αρνητικά ή θετικά τη διαδικασία λήψης αποφάσεων.

Το μακρο-περιβάλλον περιβάλλον μπορεί να επιμεριστεί στις εξής διαστάσεις:

- Πολιτική (P - Political)
- Οικονομική (E - Economic)
- Κοινωνική (S - Social)
- Τεχνολογική (T - Technological)

Σημειώνεται ότι η εν λόγω ανάλυση θεωρεί την κάθε μία από τις παραπάνω διαστάσεις εξίσου σημαντικές.

Πολιτική Διάσταση

Η πολιτική αστάθεια είναι χαρακτηριστική τη δεδομένη περίοδο, καθώς η παγκόσμια οικονομική κρίση επιβάλλει νέες πολιτικές και ιδιαίτερα προσεκτικό χειρισμό των κρατικών ζητημάτων από την εκάστοτε κυβέρνηση. Ανάλογη αβεβαιότητα εκφράζει και ο Ελληνικός λαός όπου παρατηρείται κρίση εμπιστοσύνης προς του πολιτικούς εκπρόσωπους η οποία εκφράζεται, τελικώς, μέσω του δικαιώματος της ψήφου. Η παρούσα εκπροσώπηση της χώρας από παράταξη της ριζοσπαστικής αριστεράς («ΣΥΡΙΖΑ») δημιουργεί πολλά ερωτηματικά για το μέλλον, καθιστώντας ασταθές το πολιτικό κλίμα. Το γεγονός αυτό βασίζεται κυρίως στην αρνητική στάση που ακολουθεί και υποστηρίζει το εν λόγω κόμμα απέναντι στους όρους του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (ΔΝΤ) και των υπόλοιπων εμπλεκόμενων στα πλαίσια στήριξης της Ελλάδας.

Οικονομική Διάσταση

Υπό την εποπτεία «Τρόικας» (ΔΝΤ/ΕΕ/ΕΚΤ) και στα πλαίσια τήρησης προγράμματος προσαρμογής της Ελλάδας το οποίο ορίζεται μετά συνεχών διαπραγματεύσεων, η Ελληνική οικονομία αναζητά την ισορροπία και την ανάκαμψη προκειμένου να επανέλθει σε ανταγωνιστικό επίπεδο. Η πολυετής αυτή προσπάθεια έχει επιφέρει πρόοδο σε ορισμένα μεγέθη της οικονομίας, χωρίς όμως να έχει

επιτευχθεί η επιθυμητή σταθερότητα. Η συνεχής αλλαγή των πολυάριθμων καθοριστικών παραγόντων (αντίδραση των πολιτών, πολιτική αβεβαιότητα, νέες εξελίξεις και ρόλος των ΜΜΕ, κλπ.) που τελικά διαμορφώνουν την παρούσα κατάσταση της οικονομίας, δυσκολεύει την εξαγωγή βέβαιων και απόλυτα έγκυρων συμπερασμάτων για το παρόν αλλά και τις μελλοντικές εξελίξεις. Σε επίπεδο οικονομικών μεγεθών, έχει παρατηρηθεί μείωση του δημοσιονομικού ελλείμματος, ενώ δημοσιονομικά μέτρα τα οποία έχουν συμφωνηθεί αποτελούν θετικό οίον για τα επόμενα έτη. Η ανεργία έχει αυξηθεί δραματικά (περί ποσοστού 28%), ιδίως μεταξύ των νέων (18-25 ετών. Η υψηλή ανεργία σε συνδυασμό με τις ελλειπείς κρατικές ενισχύσεις σε ομάδες που έχουν ανάγκη, αυξάνει το επίπεδο φτώχειας και οδηγεί σε κοινωνική αναταραχή.

Κοινωνική Διάσταση

Σύμφωνα με δημοσιευμένα στοιχεία, ο συνολικός αριθμός του πληθυσμού της Ελλάδας ανέρχεται σε 11,03 εκατομμύρια άτομα.

Παρατηρείται ένα σημαντικό χάσμα μεταξύ των πλούσιων και των φτωχών, ενώ ηλικιακά το 19,5% του πληθυσμού ανέρχεται πάνω από την ηλικία των 65 ετών και, αντίστοιχα το 14,1% κάτω των 15 ετών.

Όσον αφορά στην εξοικείωση της Ελληνικής κοινωνίας με το Διαδίκτυο, παρατηρείται χαμηλή διείσδυση αυτού στην καθημερινότητα, σε σύγκριση με άλλες ευρωπαϊκές χώρες. Παρόλα αυτά, ο ρυθμός με τον οποίο ο Ελληνικός λαός εξοικειώνεται και αναγνωρίζει τη χρησιμότητα του Διαδικτύου είναι υψηλός, γεγονός το οποίο μαρτυρά την ολοένα και πιο έντονη ανάγκη για έγκυρη και έγκαιρη πληροφόρηση.

Τεχνολογική Διάσταση

Κατά την τελευταία δεκαετία, οι κύριες τεχνολογικές εξελίξεις εντοπίζονται κατά κόρον στον τομέα των τηλεπικοινωνιών και της διαχείρισης δεδομένων.

Η αποθήκευση και ο διαμοιρασμός πληροφοριών/δεδομένων σε cloud υποδομές (υπολογιστικά σύννεφα) είναι μία από τις σημαντικότερες τάσεις.

Ακόμη, η ανάλυση και επεξεργασία δεδομένων σε πραγματικό χρόνο από

τους καταναλωτές είναι ίσως το μέλλον της σχέσεις επιχειρήσεων – καταναλωτών (Big Data), καθώς οι τελευταίοι έχουν στη διάθεσή τους πλέον ένα ευρύ φάσμα στοιχείων της επιχείρησης και των προϊόντων που δύναται να αγοράσουν, ενώ παράλληλα προσφέρουν πολύτιμο πληροφοριακό υλικό στις επιχειρήσεις, σχετικά με τις προτιμήσεις τους και την τελική τους επιλογή προϊόντων.

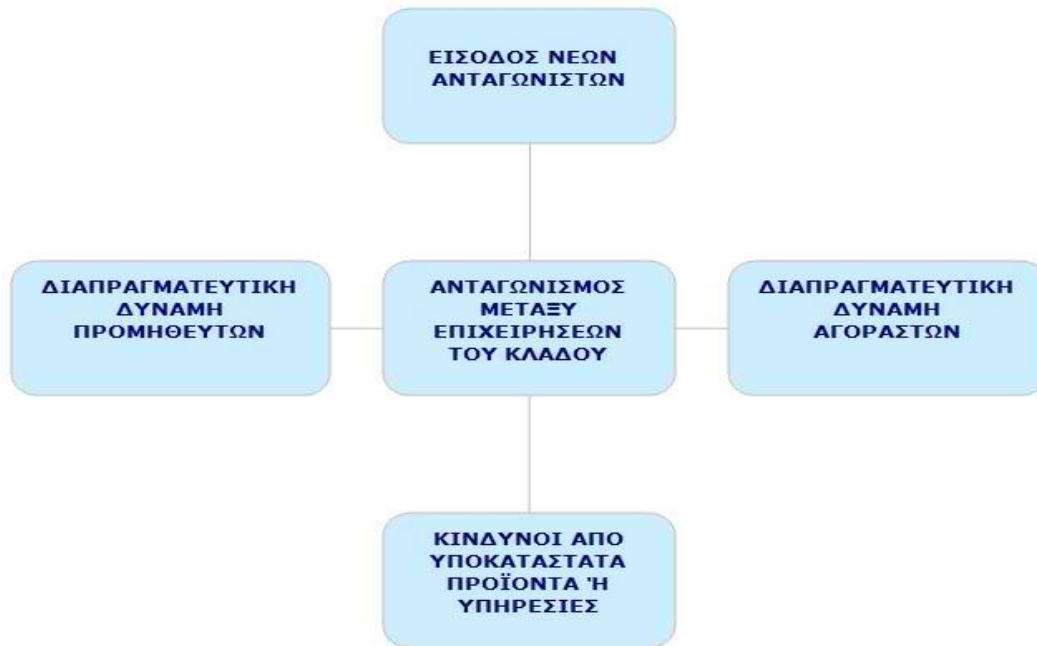
3.1.8. Το μοντέλο των πέντε δυνάμεων του Porter

Η διαμόρφωση μιας επιτυχημένης στρατηγικής εκτός από την μελέτη του εξωτερικού περιβάλλοντος της επιχείρησης απαιτεί και την ενδελεχή ανάλυση του εσωτερικού περιβάλλοντος της. Το μικρο-περιβάλλον μέσα στο οποίο δραστηριοποιείται η επιχείρηση ασκεί δυνάμεις οι οποίες αποδυναμώνουν την ανταγωνιστική της θέση. Οι αιτίες που αναπτύσσουν τις δυνάμεις αυτές είναι τα αντικρουόμενα συμφέροντα ομάδων που είτε συνδιαλέγονται, είτε ανταγωνίζονται είτε θίγονται στα πλαίσια της επιχειρηματικής δράσης της εταιρείας.

Οι ανταγωνιστικές δυνάμεις που εξετάζονται κατά την ανάλυση της αγοράς είναι:

- ο υφιστάμενος ανταγωνισμός και η έντασή του
- ο κίνδυνος εισόδου νέων ανταγωνιστών
- η σχέση εξάρτησης από τους προμηθευτές και η διαπραγματευτική τους δύναμη
- οι πιέσεις που ασκούνται από τους αγοραστές και η διαπραγματευτική τους δύναμη
- οι απειλές από τα υποκατάστατα προϊόντα

Οι ομάδες αυτές, ανάλογα με την ανταγωνιστική τους θέση, μπορούν να επηρεάσουν την επιχείρηση είτε απειλώντας την λόγω της ανταγωνιστικής τους θέση, είτε διεκδικώντας μεγαλύτερο όφελος λόγω της διαπραγματευτικής τους δύναμης. Για το λόγο αυτό καλούνται και παράγοντες ανταγωνισμού και διαφοροποιούνται στο επίπεδο της ομάδας συμφερόντων και των δυνάμεων που αναπτύσσουν.



Σχεδιάγραμμα 2: Μοντέλο Porter

Μέσω της ανάλυσης των επιμέρους στοιχείων του εν λόγω μοντέλου μπορούν να προκύψουν συμπεράσματα σχετικά με την ελκυστικότητα του κλάδου, τις ευκαιρίες και τις απειλές που υπάρχουν στα πλαίσια αυτού. Στα πλαίσια της παρούσας ανάλυσης, η κάθε δύναμη αξιολογείται με βάση το βαθμό απειλής προς την επιχείρηση.

Υφιστάμενος ανταγωνισμός: Υψηλή

- Συνεχώς αυξανόμενο μερίδιο αγοράς από ηλεκτρονικές επιχειρήσεις (όπως skroutz.gr) σε συνδυασμό με την επιθετική τιμολογιακή πολιτική των ηλεκτρονικών καταστημάτων (e-shops).
- Επιχειρήσεις του κλάδου με ίδιο ακριβώς επιχειρηματικό μοντέλο τείνουν να ασκούν πιέσεις μέσω της έντονης παρουσίας τους στο χώρο, εκφρασμένη με «έντονο» μάρκετινγκ και προσφορές, νέα σημεία πώλησης και συνεχή ανάπτυξη των online καταστημάτων τους. Συνεπώς, τα περιθώρια διαφοροποίησης και ανταγωνιστικότητας στενεύουν καθώς απαιτείται συνεχής ενημέρωση (up to date) και προσοχή στη λεπτομέρεια. Στην προκειμένη περίπτωση, η ύπαρξη των προϊόντων ιδιωτικής ετικέτας της εταιρείας ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS AEBE αποτελεί σημαντικό προνόμιο στη μάχη

για την κατάκτηση ολοένα και μεγαλύτερου μεριδίου αγοράς από τους πανομοιότυπους ανταγωνιστές.

- Η πώληση ενός Η/Υ συνήθως συνδυάζεται και την πώληση αντίστοιχων περιφερειακών (όπως πληκτρολόγιο, ποντίκι, κλπ.) δίνοντας έτσι τη δυνατότητα στην εταιρεία να προωθήσει και τα αντίστοιχα περιφερειακά της Ιδιωτικής Ετικέτας της.
- Η ολοκληρωμένη Εξυπηρέτηση πελατών της εταιρείας Πλαίσιο COMPUTERS ΑΕΒΕ περιλαμβάνει ένα σύνολο χαρακτηριστικών το οποίο της επιτρέπει να έχει ένα ορατό προβάδισμα σε σύγκριση με τον ανταγωνισμό. Η συντήρηση και επισκευή του εξοπλισμού και ολόκληρης της γκάμας των προϊόντων, σχεδόν 24 ώρες το 24ωρο με της αντίστοιχες γραμμές βοήθειας, αποτελούν σημαντικό κίνητρο για έναν εν δυνάμει πελάτη να επιλέξει τη συγκεκριμένη εταιρεία για τις αγορές του.

Είσοδος νέων ανταγωνιστών: Χαμηλή

- Αρχικό εμπόδιο στην είσοδο νέων ανταγωνιστών στον κλάδο αποτελούν οι υψηλή κεφαλαιακές απαιτήσεις τόσο για την απόκτηση όσο και για τη διαχείριση των αποθηκών, των αποθεμάτων αλλά τη διαμόρφωση ενός ισχυρού δικτύου πωλήσεων.
- Η πολυπλοκότητα των εργασιών εντός της εταιρείας, τόσο για τη διαχείριση όσο και για την επικοινωνία με τον πελάτη, προϋποθέτει ένα ευρύ φάσμα διαφοροποιημένων προϊόντων, ένα ισχυρό τμήμα logistics και ένα άριστα καταρτισμένο και εκπαιδευμένο προσωπικό όχι μόνο ως προς τις τεχνολογικές γνώσεις αλλά και ως προς την προσέγγιση και εξυπηρέτηση του πελάτη.
- Επισημαίνεται ακόμη, η δυσκολία της απόκτησης μεριδίου της αγοράς λόγω κυρίως της αφοσίωσης των πελατών σε υφιστάμενα προϊόντα και τη βαρύτητα που δίνεται στην αναγνωρισιμότητα της κάθε μάρκας.
- Στην προκειμένη περίπτωση, τα προϊόντα ιδιωτικής ετικέτας αποτελούν σημαντικό παράγοντα δυσκολίας εισόδου στην αγορά, καθώς είναι ανταγωνίσιμα στην τιμή.
- Παρατηρούνται επίσης οικονομίες κλίμακας, καθώς τα λειτουργικά έξοδα

μίας αντίστοιχης επιχείρησης αποτελούν ένα σημαντικό μέρος του συνολικού κόστους.

- Τέλος, σημαντικό πλεονέκτημα για τις ήδη υφιστάμενες εταιρείες αλλά και, συνεπώς, μειονέκτημα για τις νεοεισερχόμενες αποτελεί το κόστος προμηθειών δεδομένων των ήδη υπάρχουσών σχέσεων με τους προμηθευτές όπου έχουν επιτευχθεί συμφωνίες για χαμηλότερες τιμές ή υψηλότερες εκπτώσεις.

Διαπραγματευτική δύναμη των Προμηθευτών: Χαμηλή έως Μέτρια

- Οι ισχυρές εταιρείες - προμηθευτές έχουν σχετικά υψηλή δύναμη, η οποία όμως καθορίζεται από τη ζήτηση και παράλληλα καθορίζεται από την πελατεία και το μερίδιο αγοράς της κάθε μίας. Τέτοιες εταιρείες είναι η Sony, η Samsung, η Apple, η LG, κ. ά. Επιπροσθέτως, τα προϊόντα των εταιρειών αυτών συνδέονται και επηρεάζουν άμεσα και τα αντίστοιχα προϊόντα ιδιωτικής ετικέτας της εταιρείας ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS ΑΕΒΕ. Ένα παράδειγμα θα μπορούσε να αποτελέσει η εταιρεία Intel και συγκεκριμένα οι επεξεργαστές με τους οποίους προμηθεύει την εταιρεία ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS ΑΕΒΕ και οι οποίοι αποτελούν βασικό συστατικό σε πολλά από τα προϊόντα της ιδιωτικής ετικέτας Turbo-X.
- Αντίστοιχα τα προϊόντα από ιδιωτικές ετικέτες εντείνουν των ανταγωνισμών αυτών με τα προϊόντα των εταιρειών – προμηθευτών, δεδομένο το οποίο μειώνει τη διαπραγματευτική δύναμη των εν λόγω προμηθευτών προς την εταιρεία ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS ΑΕΒΕ.
- Οι μακροχρόνιες σχέσεις που διατηρούνται με τους προμηθευτές, υπό ευνοϊκούς όρους και συμφωνίες, επιτρέπουν στην εταιρεία να απολαμβάνει εκπτώσεις στις παραγγελίες.
- Η στρατηγική καθετοποίησης των προμηθευτές, όπως η Apple, η Samsung κλπ. Μέσω της οποίας διατηρούν και εκμεταλλεύονται το δικό τους δίκτυο καταστημάτων και e-shops, τους τοποθετεί ως ανταγωνιστές και αυξάνει τη δύναμή τους.

Διαπραγματευτική δύναμη των αγοραστών: Μέτρια έως Υψηλή

- Υψηλή ελαστικότητα των τιμών λόγω ομοιογένειας των προϊόντων, με συνεπώς ευκολία στην αύξηση της πίεσης από τους ανταγωνιστές.
- Δύναμη των εταιρικών πελατών λόγω σημαντικού μέρος του κύκλου εργασιών της εταιρείας το οποίο αφορά σε πωλήσεις B2C.
- Χαμηλή συγκέντρωση πελατών καθώς οι περισσότεροι πελάτες είναι ιδιώτες (B2C), ενώ οι περισσότεροι πελάτες B2B είναι σχετικά μικρές επιχειρήσεις.
- Οι μακροοικονομικές συνθήκες της οικονομίας με την καμπύλη ζήτησης να είναι εντονότερη εξαιτίας της απότομης μείωσης του διαθέσιμου εισοδήματος ως αποτέλεσμα της παρατεταμένης ύφεσης αποτελούν απειλή.

Απειλή υποκατάστατων προϊόντων ή υπηρεσιών: Χαμηλή έως Μέτρια

- Η ομοιογένεια των προϊόντων επιτρέπει σε ανταγωνιστικά προϊόντα που έχουν παρόμοιες δυνατότητες και λειτουργικότητα να αποτελέσουν απειλή.
- Ο ανταγωνισμός των τιμών, ειδικότερα δεδομένου του συγκριτικού πλεονεκτήματος της εταιρείας ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS ΑΕΒΕ με τα χαμηλού κόστους προϊόντα ιδιωτικής ετικέτας, όπως "Turbo-X" αποτελεί θετικό στοιχείο.
- Η ποιότητα του προϊόντος ως ζήτημα δεν διαφοροποιείται από ανταγωνιστή σε ανταγωνιστή αν και η επικινδυνότητα προβλέπεται υψηλότερη για την εταιρεία ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS ΑΕΒΕ λόγω της εφαρμογής μοντέλου ΒΤΟ/JIT ('Build-to-order'/'Just in Time').

3.1.9. S.W.O.T. Ανάλυση

Η μελέτη της θέσης της επιχείρησης στον κλάδο γίνεται με τη βοήθεια της ανάλυσης SWOT. Η εν λόγω μέθοδος ανάλυσης εξετάζει τις δυνάμεις (Strengths) και τις αδυναμίες (Weaknesses) της επιχείρησης (Εσωτερικό Περιβάλλον) καθώς και τις ευκαιρίες (Opportunities) και τις απειλές (Threats) της επιχείρησης σε σχέση με τον κλάδο (Εξωτερικό Περιβάλλον).

Η ανάλυση S.W.O.T. αποτελεί ένα σημαντικό εργαλείο στρατηγικού σχεδιασμού το οποίο χρησιμοποιείται για την ανάλυση τόσο του εσωτερικού όσο και του εξωτερικού περιβάλλοντος μίας επιχείρησης. Χρησιμοποιείται από τις επιχειρήσεις προκειμένου να αξιολογήσουν την τρέχουσα κατάσταση ώστε να πάρουν αποφάσεις και να διαμορφώσουν έτσι την μελλοντική στρατηγική τους. Το αρκτικόλεξο S.W.O.T προκύπτει από τις αγγλικές λέξεις: Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats, αντίστοιχα στα ελληνικά: δυνάμεις, αδυναμίες, ευκαιρίες, απειλές. Οι δυνάμεις και οι αδυναμίες σχετίζονται με το εσωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης και οι ευκαιρίες και απειλές αντανακλούν παράγοντες του εξωτερικού περιβάλλοντος της επιχείρησης.

Δυνάμεις

Η εταιρεία εκμεταλλεύεται μία εδραιωμένη θέση στην εγχώρια αγορά ηλεκτρονικών ειδών ευρείας κατανάλωσης, παρέχοντας ένα ευρύ φάσμα προϊόντων ιδιωτικής και μη ετικέτας που διανέμονται μέσω μίας πολυκαναλικής, πολυπελατειακής και πολυπροϊοντικής στρατηγικής και ενός εκτεταμένου δικτύου πωλήσεων σε όλη την Ελλάδα. Εφαρμόζει το μοντέλο BTO (επί παραγγελία) για προσωπικούς υπολογιστές και άλλα ηλεκτρονικά είδη με τη χρήση συστημάτων "Just-in-time" που λειτουργούν σε όλα τα στάδια της αλυσίδας παραγωγής από την παραγγελία έως την παράδοση. Για παράδειγμα ένα εργαστήριο συναρμολόγησης συνδέεται με μια κυλιόμενη γραμμή διαλογής η οποία εκτείνεται γύρω από ολόκληρη την αποθήκη και στην οποία τοποθετείται συγκεκριμένα το προσωπικό ώστε να καλύπτονται όλα τα στάδια της διαδικασίας παραγωγής.

Όσον αφορά στη διαδικασία παραγγελιών, μια ολοκληρωμένη πλατφόρμα ERP (SAP) επιτρέπει στους πελάτες B2B και B2C να συναρμολογήσουν το ιδανικό για εκείνους PC επιλέγοντας τα απαιτούμενα περιφερειακά εξαρτήματα είτε μέσω φυσικού καταστήματος, είτε μέσω του διαδικτύου και μεταφέροντας αυτόματα την παραγγελία τους στην κεντρική αποθήκη. Το μοντέλο αυτό παρέχει στην Πλαίσιο Computers ABEE μία ολοκληρωμένη λύση περικοπής του κόστους εργατικού δυναμικού, μεταφορικών και ζημιών, ενώ παράλληλα μειώνεται ο χρόνος που μεσολαβεί από την έναρξη της παραγγελίας μέχρι την τελική παράδοση του

προϊόντος και την είσπραξη του αντιτίμου. Με την ελαχιστοποίηση των αποθεμάτων που βρίσκονται στα καταστήματα (σύστημα 24ωρης ανανέωσης αποθεμάτων), μειώνεται επιπλέον ο κίνδυνος αχρήστευσης των αποθεμάτων.

Η τακτική εξυπηρέτησης πελατών μετά την πώληση, των 4 εγγυημένων ωρών που ισχύει για τα προϊόντα της ιδιωτικής ετικέτας της εταιρείας «Turbo-X» και διατίθεται σε κάθε σημείο του δικτύου πωλήσεων, η συνεχής κατάρτιση του ανθρώπινου δυναμικού και η χρήση αποτελεσματικών συστημάτων διαχείρισης εφοδιαστικής αλυσίδας και λογιστηρίου θα μπορούσαν να θεωρηθούν ως οι βασικοί παράγοντες διαφοροποίησης της εταιρείας από τους ανταγωνιστές της.

Τέλος, η συντηρητική κεφαλαιακή διάρθρωση της Πλαίσιο Computers ABEE που χαρακτηρίζεται από χαμηλό βαθμό μόχλευσης και εύρωστα ταμειακά αποθεματικά έχει διατηρήσει το κόστος εξυπηρέτησης των οικονομικών υποχρεώσεων της εταιρείας σε χαμηλά επίπεδα στη μέση μιας σοβαρής οικονομικής ύφεσης.

Αδυναμίες

Η Πλαίσιο Computers ABEE έχει λάβει τη στρατηγική απόφαση να μην επενδύσει σε Έρευνα και Ανάπτυξη (R and D), παρότι δραστηριοποιείται σε έναν τομέα με υψηλό βαθμό τεχνολογικής καινοτομίας. Επίσης, η γραμμή διαλογής και συσκευασίας τόσο των προϊόντων μη ιδιωτικής ετικέτας, όσο και η γραμμή συναρμολόγησης των προϊόντων ιδιωτικής ετικέτας, χαρακτηρίζονται από χαμηλή παραγωγική ικανότητα, η οποία καταλήγει σε αναποτελεσματική απορρόφηση των γενικών εξόδων.

Επιπλέον, η Πλαίσιο Computers ABEE απέφυγε να διαθέσει πόρους σε δαπάνες κεφαλαίου κατά τα τελευταία χρόνια της ύφεσης, γεγονός που ενδέχεται να έχει αρνητικό αντίκτυπο στην μελλοντική ανάπτυξη.

Τέλος, είναι σημαντικό να αναφερθεί ότι όσον αφορά στην ιδιωτική ετικέτα, η εταιρεία έχει θέσει υψηλούς στόχους για τον χρόνο συναρμολόγησης, οι οποίοι ελαχιστοποιούν το χρόνο δοκιμής των συναρμολογημένων προσωπικών υπολογιστών, αυξάνοντας έτσι τη πιθανότητα ελαττωματικών προϊόντων, η ύπαρξη των οποίων έχει αρνητικό αντίκτυπο στο ποσοστό ικανοποίησης των πελατών της εταιρείας.

Ευκαιρίες

Η σύγκλιση των ποικίλων τομέων της βιομηχανίας ΤΠΕ (τεχνολογίες της πληροφορίας και των τηλεπικοινωνιών), δύναται να προσφέρει ευκαιρίες για οικονομίες κλίμακας στη λιανική αγορά.

Επιπλέον, καθώς το επίπεδο τεχνολογικής παιδείας των Ελλήνων βελτιώνεται, αυξάνεται αναλόγως η ζήτηση για προσωπικούς υπολογιστές και ψηφιακά προϊόντα.

Σε ότι αφορά στο μάρκετινγκ, η έλευση των μέσων κοινωνικής δικτύωσης προσφέρει ένα διαδραστικό μέσο ενίσχυσης της αναγνωρισιμότητας του σήματος της εταιρείας και ενδυναμώνει την πίστη των πελατών σε αυτό με χαμηλό κόστος.

Τέλος, με σκοπό τη διαποίκιση του φάσματος των πελατών και των προϊόντων της, η εταιρεία θα μπορούσε να εξετάσει την είσοδο σε νέες γεωγραφικές περιοχές, καθώς και την εισαγωγή νέων σειρών τεχνολογικών προϊόντων με δυνητική ανάπτυξη .

Απειλές

Δεδομένου ότι οι περισσότερες αγορές αποθεμάτων γίνονται σε δολάρια Ηνωμένων Πολιτειών Αμερικής, η εταιρεία αντιμετωπίζει κινδύνους από τη μεταβλητότητα της συναλλαγματικής ισοτιμίας μεταξύ USD και EUR, καθώς η εταιρεία δεν φαίνεται να διαθέτει κάποιο μηχανισμό κάλυψης του συναλλαγματικού κινδύνου. Η επίταση του διεθνούς ανταγωνισμού από τις εταιρείες Media Markt/Saturn, Dixons, Fnac, παράλληλα με τη πίεση από τους στενούς, διαδικτυακούς ανταγωνιστές (Amazon, e-bay, skroutz.gr) είναι μια σημαντική απειλή που δύναται να ελαχιστοποιήσει τα μελλοντικά περιθώρια κέρδους. Σε αυτό το πλαίσιο, η διοίκηση της εταιρείας στηρίζεται στο φαινόμενο ROBO («έρευνα on-line" - "αγορά offline»), που χαρακτηρίζει την Ελληνική πελατεία, ως μηχανισμό άμυνας απέναντι στις πιο ανταγωνιστικές τιμές των παγκόσμιων, διαδικτυακών προμηθευτών όπως η Amazon και το e-bay.

Η αγορά καταναλωτικών ηλεκτρονικών προϊόντων, παρόλο που υπάγεται στην βιομηχανία "λιανικής τεχνολογίας", παραμένει τόσο κυκλική όσο και οι περισσότεροι τομείς λιανικής, καθιστώντας συνεπώς τα έσοδα ευαίσθητα στον οικονομικό κύκλο.

Επιπλέον, παρά τον καινοτόμο χαρακτήρα των προϊόντων της τεχνολογίας

που προσφέρονται, η ελαστικότητα των τιμών παραμένει υψηλή ενώ το κόστος αλλαγής για τους πελάτες είναι χαμηλό.

3.2. Επισκόπηση κλάδου

3.2.1. Μακροοικονομική Ανάλυση

Το 2010, μετά από ένα ρεκόρ υψηλού δημοσίου ελλείμματος, της τάξεως του 16% κατά το προηγούμενο έτος, η Ελλάδα υποχρεώθηκε, προκειμένου να διασωθεί, να λάβει δάνεια από την ΕΕ, το ΔΝΤ και την ΕΚΤ, που οδήγησαν σε ένα επαχθές πρόγραμμα προσαρμογής για τα επόμενα χρόνια. Τα μέτρα λιτότητας που τέθηκαν σε εφαρμογή τα τρία πρώτα έτη του προγράμματος προσαρμογής, οδήγησαν σε συνολική συρρίκνωση του ΑΕΠ της τάξεως του 25% που συσσωρεύτηκε κατά την περίοδο 2009-2013, με την ιδιωτική κατανάλωση και τις ακαθάριστες επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου αντίστοιχα να μειώνονται κατά 32% και το 76% από το 2009 σε σωρευτική βάση.

Επιπλέον, παρά την αναδιάρθρωση του χρέους, που έλαβε χώρα το 2012, με αποτέλεσμα, «κούρεμα» της τάξεως του 55% των Ομολόγων Ελληνικού Δημοσίου (ΟΕΔ), η βιωσιμότητα του χρέους παραμένει προβληματική, δεδομένου ότι το δημόσιο χρέος ανέρχεται σήμερα στο 176% του ΑΕΠ. Η ανεργία έχει αυξηθεί δραματικά, φθάνοντας το 28% το Σεπτέμβριο του 2013, και τα επίπεδα της φτώχειας έχουν επιδεινωθεί, με αποτέλεσμα την κοινωνική αναταραχή.

Παρ' όλα αυτά, τα πρώτα σημάδια της ανάκαμψης έχουν αρχίσει να διαφαίνονται, με την ελληνική κυβέρνηση να επιτυγχάνει πρωτογενές πλεόνασμα της τάξεως των €0,7 δις και πλεόνασμα τρεχουσών συναλλαγών ύψους € 1.2 δις για το 2013.

Μελλοντικά, οι περισσότεροι μακροοικονομικοί δείκτες αναμένεται να είναι ανοδικοί, ενώ για τις εξαγωγές και τις ιδιωτικές επενδύσεις προβλέπεται αύξηση ύψους 4-5% κατά μέσο όρο κατά τη διάρκεια του 2015-2019. Επιπλέον, η πρόσφατη επιτυχία «δίδυμα πλεονάσματα» για το 2013, αποτελεί ένα σημαντικό ορόσημο, το οποίο μπορεί να επιτρέψει στην ελληνική κυβέρνηση να διαπραγματευτεί την περαιτέρω ελάφρυνση του χρέους με τους επίσημους δανειστές της. Μια τέτοια

εξέλιξη θα επιταχύνει την ανάκαμψη της ελληνικής οικονομίας, ελαχιστοποιώντας ως εκ τούτου οποιαδήποτε τρέχουσα αστάθεια και τον κίνδυνο εξόδου από την ευρωζώνη ως αποτέλεσμα της δυνητικής αθέτησης των υποχρεώσεων του Ελληνικού Δημοσίου απέναντι στους δανειστές του.

3.2.2. Επισκόπηση κλάδου και Χαρακτηριστικά

Η Πλαίσιο Computers ABEE δραστηριοποιείται στον τομέα ηλεκτρικών συσκευών και ηλεκτρονικών ειδών ευρείας κατανάλωσης. Οι λιανικές πωλήσεις στον κλάδο ακολούθησαν μια σταδιακή πτωτική τάση στην Ελλάδα, με απώλειες της τάξεως των €710 εκατομμυρίων κατά την περίοδο 2008-2012, κυρίως λόγω της οικονομικής ύφεσης.

3.2.3. Τεχνολογικές Τάσεις

Η Ελληνική κοινωνία χαρακτηρίζεται από χαμηλή διείσδυση του Διαδικτύου σε σύγκριση με άλλες χώρες της ΕΕ με μόνο το 25% του πληθυσμού (έναντι 47% του ευρωπαϊκού μέσου όρου) να χρησιμοποιεί το Διαδίκτυο με σκοπό τις ηλεκτρονικές αγορές το 2013. Από την άλλη πλευρά, η διείσδυση των «smartphone» είναι πολύ υψηλότερη και έχει ανοδική πορεία, ιδίως μεταξύ των πελατών νεαρότερων ηλικιών που είναι εξοικειωμένοι με την τεχνολογία. Καθώς ο ελληνικός λαός αποκτά μεγαλύτερη τεχνολογική εξοικείωση, η διείσδυση του Ίντερνετ συγκλίνει με το μέσο όρο της ΕΕ, και η ανάγκη για έγκυρη και έγκαιρη πληροφόρηση γίνεται όλο και πιο πολύτιμη, καθιστώντας την ανάγκη για ηλεκτρονικούς υπολογιστές, ακόμη πιο σημαντική.

3.2.4. Ανάλυση SWOT – Ανταγωνιστική Θέση

Οι πιο αξιόλογες δυνάμεις της Πλαίσιο Computers ABEE είναι το ευρύ φάσμα των προϊόντων ιδιωτικής και μη ετικέτας που διανέμονται μέσω μιας πολυκαναλικής, πολυπελατειακής και πολυπροϊοντικής στρατηγικής, το μοντέλο Built-to-order («BTO») που εφαρμόζει για τους ηλεκτρονικούς υπολογιστές με τη χρήση «Just-in-

time» συστημάτων, η ελαχιστοποίηση των αποθηκευμένων σε καταστήματα αποθεμάτων, το πλήρως ενσωματωμένο σύστημα ERP και η τακτική εξυπηρέτησης πελατών μετά την πώληση, των 4 εγγυημένων ωρών που ισχύει για τα προϊόντα της ιδιωτικής ετικέτας της εταιρείας.

Από την άλλη πλευρά, η χαμηλή χρησιμοποίηση της διαθέσιμης χωρητικότητας, τα χαμηλά επίπεδα Έρευνας και Ανάπτυξης, οι κεφαλαιουχικές δαπάνες κατά τη διάρκεια της οικονομικής ύφεσης και ο υψηλός κίνδυνος για ελαττωματικά προϊόντα λόγω της στοχοθεσίας ελαχιστοποίησης του χρόνου δοκιμής των συναρμολογούμενων υπολογιστών της ιδιωτικής ετικέτας, σε σχέση με τις καθιερωμένες μάρκες, αποτελούν βασικές αδυναμίες της Πλαίσιο Computers ABEE.

Αρκετές ευκαιρίες που θα μπορούσαν να προκύψουν για την Πλαίσιο Computers ABEE είναι οι οικονομίες φάσματος στην τεχνολογία ως αποτέλεσμα της σύγκλισης που προβλέπεται για τα διάφορα τμήματα ICT, ο αυξανόμενος ρόλος των μέσων κοινωνικής δικτύωσης στην ενίσχυση της αναγνωρισιμότητας των προϊόντων με χαμηλό κόστος, καθώς και η προοπτική επέκτασης τόσο σε προϊόντα όσο και γεωγραφικά.

Τέλος είναι σημαντικό να αναφερθούν οι πιθανές απειλές για την Πλαίσιο Computers ABEE όπως ο κίνδυνος από την μεταβλητότητα της συναλλαγματικής ισοτιμίας δολαρίου/ευρώ, η εντατικοποίηση του ανταγωνισμού από διαδικτυακές και μη εταιρείες του εξωτερικού, η κυκλικότητα του κλάδου και η υψηλή ελαστικότητα των τιμών στις περισσότερες σειρές προϊόντων.

3.2.5. Το μοντέλο των πέντε δυνάμεων του Porter

Η απειλή από νεοεισερχόμενες στον κλάδο εταιρείες εκτιμάται ότι είναι αρκετά χαμηλή λόγω των υψηλών χρηματικών κεφαλαίων, των διαφοροποιημένων προϊόντων ιδιωτικής ετικέτας "Turbo-X" και του πλεονεκτήματος χαμηλού κόστους προμηθειών που απορρέει από τις ήδη καθιερωμένες σχέσεις με τους προμηθευτές.

Επίσης, εκτιμάται μέτρια έως χαμηλή η απειλή από υποκατάστατα προϊόντα που διαφαίνεται στην αγορά, εξαιτίας των ανομοιογενών τεχνολογικών προϊόντων και του έντονου ανταγωνισμού στις τιμές.

Μία μέτρια έως υψηλή δύναμη στην αγορά αποδίδεται στους πελάτες ως αποτέλεσμα της υψηλής ελαστικότητας των τιμών σε αντίθεση με τις μακροοικονομικές συνθήκες.

Η δύναμη που απορρέει από τους προμηθευτές έχει αποδειχτεί μέτρια λόγω των χαμηλών επιπέδων εξάρτησης της εταιρείας από αυτούς.

Τέλος, η ένταση της ανταγωνιστικής άμιλλας προβλεπόταν να είναι υψηλή, λόγω της επιθετικής πολιτικής προϊόντων χαμηλού κόστους, το διαφοροποιημένο προϊόν, την ανάπτυξη του τομέα και τα συμπληρωματικά προϊόντα που προσφέρει η εταιρεία.

3.2.6. Κύριοι ανταγωνιστές

Οι κύριοι ανταγωνιστές της Πλαίσιο Computers ABEE είναι η Media Markt, ο Κωτσόβολος, η Public, η Ηλεκτρονική Αθηνών ΑΕΕ και εταιρείες διαδικτυακής λιανικής πώλησης που δραστηριοποιούνται τόσο στην εγχώρια (e-shop.gr) όσο και στην παγκόσμια (Amazon, e-bay κλπ.) αγορά.

Η Media Markt είναι μια εταιρεία λιανικής που ανήκει στον Όμιλο Μετρό, λειτουργεί περισσότερα από 500 καταστήματα στην Ευρώπη και δραστηριοποιείται στον τομέα των ηλεκτρονικών ειδών ευρείας κατανάλωσης. Η εταιρεία άνοιξε το πρώτο της κατάστημα στην Ελλάδα το 2005. Η Media Markt λειτουργεί ένα ηλεκτρονικό κατάστημα, εστιάζει σε μεγάλα καταστήματα και σε χαμηλές τιμές και επενδύει στο ανθρώπινο κεφάλαιο, κυρίως στο προσωπικό, στους πελάτες και στους προμηθευτές.

Ο Κωτσόβολος είναι μια αλυσίδα καταστημάτων λιανικής, ηλεκτρικών προϊόντων, που λειτουργούν στην Ελλάδα από το 1950 και εξαγοράστηκε πρόσφατα από το Ευρωπαϊκό Όμιλο Dixons (περισσότερα από 1.300 καταστήματα σε 28 χώρες). Ο Κωτσόβολος λειτουργεί 98 καταστήματα στην Ελλάδα, με επίκεντρο πολλαπλά κανάλια διανομής, καταστήματα franchise και B2B.

Η Public είναι μία ελληνική, βραβευμένη αλυσίδα καταστημάτων λιανικής ψυχαγωγίας που ιδρύθηκε το 2005. Επικεντρώνεται στην ικανοποίηση του πελάτη, την καινοτομία, τη συνεχή κατάρτιση του προσωπικού, καθώς και το ομαδικό

πνεύμα. Η Public προβλέπεται να είναι ο στενότερος ανταγωνιστής της Πλαίσιο Computers ABEE.

Η Ηλεκτρονική Αθηνών ΑΕΕ είναι ο μεγαλύτερος έμπορος λιανικής ηλεκτρικών συσκευών και ηλεκτρονικών στην Ελλάδα . Ιδρύθηκε το 1989 και δίνει έμφαση στη μοναδική του εμπειρία και την υψηλή ποιότητα που προσφέρει σε χαμηλές τιμές.

Το E-shop, που ιδρύθηκε το 1998, είναι μία από τις ιστοσελίδες με την υψηλότερη επισκεψιμότητα στην ελληνική αγορά . Ανταγωνίζεται με χαμηλότερες τιμές που είναι βιώσιμες λόγω του χαμηλού κόστους επένδυσης και λειτουργικών εξόδων.

Παγκόσμια ηλεκτρονικά καταστήματα (Amazon, e-bay κλπ.)

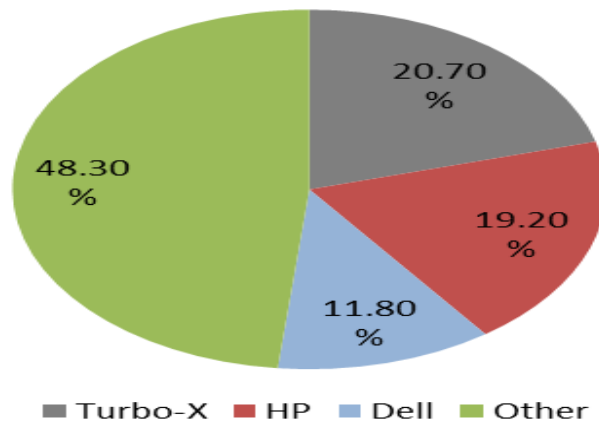
Ξένα e-shops που πωλούν τα προϊόντα σε απευθείας σύνδεση σε ένα ευρύτερο πελατολόγιο σε όλο τον κόσμο.

3.2.7. Μερίδιο Αγοράς

Το μερίδιο αγοράς της Πλαίσιο Computers ABEE στα λειτουργικά τμήματα του συνεπάγεται μεγάλο ανταγωνιστικό πλεονέκτημα. Οι φορητοί υπολογιστές της ετικέτας Turbo-X κατατάσσονται τρίτοι (12,3%), πάνω από τη Sony και η Dell, αλλά σημαντικά χαμηλότερα από την HP (29,4%) και την Toshiba (17,4). Όμως, οι επιτραπέζιοι υπολογιστές της ετικέτας Turbo-X αντιπροσωπεύουν τη νούμερο ένα επιλογή (20,7%) στις προτιμήσεις των καταναλωτών, που ακολουθείται από την HP (19,2%) και την Dell (11,8%). Διαφαίνεται η δυναμική για ανάπτυξη αν η εταιρεία καταφέρει να συγχρονίσει το χρονοδιάγραμμά της με τον κύκλο ζωής των προϊόντων της.

Πιο συγκεκριμένα, η εταιρεία θα πρέπει να στρέψει την προσοχή της από την πώληση προσωπικών υπολογιστών, που βρίσκεται σε πτωτική πορεία, και φορητών υπολογιστών, όπου η αγορά έχει ουσιαστικά ωριμάσει, σε tablet και smartphones, για τα οποία η ζήτηση αυξάνεται συνεχώς.

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (BUSINESS VALUATION)



Σχεδιάγραμμα 3: Μερίδιο αγοράς ανά ετικέτα προϊόντος

3.2.8. Στρατηγικές ομάδες

Η ανάλυση σχετικά με τις στρατηγικές ομάδες που ανταγωνίζονται την Πλαίσιο Computers ABEE διεξήχθη με βάση δύο κριτήρια:

- τον αριθμό των καταστημάτων και
- τη γεωγραφική εγγύτητα.

Οι εταιρείες PUBLIC και Ηλεκτρονική Αθηνών ΑΕΕ έχουν παρόμοιο αριθμό καταστημάτων με την Πλαίσιο Computers ABEE, με την τελευταία να υπερτερεί από άποψη γεωγραφικής διασποράς. Η εταιρεία Κωτσόβολος χαρακτηρίζεται από ιδιαίτερη γεωγραφική πολυμορφία με σχεδόν διπλάσιο αριθμό καταστημάτων, ενώ η εταιρεία Media Markt φαίνεται να κυριαρχεί και στα δύο κριτήρια.

3.2.9. Ελκυστικό Μετοχικό Κεφάλαιο βασισμένο σε Θεμελιώδεις Αρχές

Η Πλαίσιο Computers ABEE βρίσκεται στην ιδανική θέση να κατέχει ιδιωτική ετικέτα προϊόντων, τα οποία συναρμολογούνται εσωτερικά στην εταιρεία με χαμηλό κόστος και τα οποία πωλούνται σε εξαιρετικά ανταγωνιστικές τιμές, σε σχέση με τον κλάδο. Ως εκ τούτου η εταιρεία κατάφερε να διατηρήσει το μέσο όρο του μεικτού περιθωρίου κέρδους στο 20% κατά τα έτη 2010-2012.

Η εταιρεία είναι σε θέση να διατηρήσει το προβάδισμα που έχει στο μερίδιο αγοράς σε διάφορες κατηγορίες προϊόντων και να υπερασπιστεί τα περιθώρια

κέρδους της. Αυτό προσδίδει υψηλή αξία στο Μετοχικό Κεφάλαιο της Πλαίσιο Computers ABEE με πολλούς ωστόσο δείκτες να φαίνονται χαμηλότεροι από αυτούς των ανταγωνιστών της στην Ευρώπη, γεγονός το οποίο θα πρέπει να αποδοθεί κυρίως στην οικονομική αβεβαιότητα που επικρατεί στην Ελλάδα, και η οποία δεν εγγυάται και δεν αφήνει ανεπηρέαστες τις ισχυρές Θεσμικές Βάσεις της εταιρείας.

3.3. Χρηματοοικονομική Ανάλυση Εταιρείας και Άμεσων Ανταγωνιστών

3.3.1. Μέθοδοι Αποτίμησης

Η τελική αξία υπολογίστηκε ως ο σταθμισμένος μέσος όρος των δύο εκτιμήσεων αξίας που προέρχονται από την ανάλυση προεξοφλημένων ταμειακών ροών (DCF) και τη μέθοδο του υπολειμματικού εισοδήματος ενώ έγινε αντιπαραβολή των αποτελεσμάτων με τα πραγματικά πιο πρόσφατα στοιχεία που παρουσιάζονται στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ) και αντικατοπτρίζουν την εικόνα και την ελκυστικότητα της εταιρείας με βάση την αντίληψη των επενδυτών.

3.3.2. Όγκος εσόδων ως απόρροια των αυξομειώσεων του ΑΕΠ

Προβλέπεται ένα θετικό σημείο καμπής το 2015, το οποίο θα σηματοδοτήσει την έναρξη την προσδοκώμενη ανάκαμψη της Ελληνικής Οικονομίας, υπό το πρίσμα ενός σημαντικού εμπορικού πλεονάσματος που θα ενισχύεται από πιο ανταγωνιστικές εξαγωγικές στρατηγικές, θα ανακτήσει την εμπιστοσύνη των καταναλωτών και θα ισχυροποιήσει την επενδυτική δραστηριότητα με βάση την υψηλότερη παραγωγικότητα και τη μείωση του κόστους των συντελεστών παραγωγής.

Επιπλέον, η αύξηση της δανειοδότησης από τις τράπεζες θα διευκολύνει την ήδη διεγερμένη πραγματική οικονομία με τη χρηματοδότηση νέων επιχειρηματικών σχεδίων και της επιχειρηματικότητας των νέων. Ως αποτέλεσμα, η εγχώρια ζήτηση για υπολογιστές, είδη τηλεπικοινωνιών και ειδών γραφείου θα αυξηθεί εκ νέου κατά τη διάρκεια της αναζωογόνηση της πραγματικής οικονομίας, οδηγώντας με αυτόν τον τρόπο τα έσοδα της εταιρείας σε μια απότομη ανοδική τροχιά.

Η τρέχουσα πλεονάζουσα παραγωγική ικανότητα της εταιρείας αναμένεται να απορροφηθεί σύντομα από τη αναθέρμανση της οικονομίας, έτσι ώστε οι νέες Κεφαλαιουχικές δαπάνες να ακολουθήσουν, ώστε να εξασφαλιστεί ότι η εταιρεία εκμεταλλεύεται κατά το καλύτερο δυνατό τα οφέλη της προσδοκώμενης ανάκαμψης.

3.3.3. Ιδιωτική ετικέτα και περιθώρια κέρδους

Η συνεργασία με παραγωγούς χαμηλού κόστους (π.χ. Κίνα) και η παράκαμψη των διαμεσολαβητών στην αλυσίδα αξίας, επέτρεψε στην Πλαίσιο Computers ABEE να επιτύχει υψηλά περιθώρια κέρδους στα προϊόντα ιδιωτικής ετικέτας, όπως το Turbo-X, το Q Connect, το Sentio και το @work. Το περιθώριο μεικτού κέρδους, ίσο με 22,5% τα έτη 2011 και 2012, αναμένεται να παραμείνει σε υψηλά επίπεδα 23% - 24,5% κατά τη περίοδο 2013-2018. Ο στόχος της Πλαίσιο Computers ABEE είναι η διατήρηση της μικτής κερδοφορίας της, εστιάζοντας σε μια οικονομικά αποδοτική σύνθεση προϊόντων που θα πρέπει να συγχρονίζεται συνεχώς με τις επικρατούσες συνθήκες της αγοράς.

3.3.4. Σταθερή κερδοφορία

Η Πλαίσιο Computers ABEE κατάφερε να αυξήσει σημαντικά το ROE κατά τα τελευταία χρόνια. Η αύξηση αυτή οφείλεται κυρίως στη βελτίωση του καθαρού περιθωρίου κέρδους. Κατά τη διάρκεια των ετών 2015-2019, αναμένεται ότι το ROE θα αυξηθεί σταδιακά από 18,05% το 2014 σε 23,68% το 2019, διατηρώντας αισιόδοξο πλάνο για το περιθώριο καθαρού κέρδους, αλλά και θα παραμείνει πάνω από το επίπεδο κόστους του μετοχικού κεφαλαίου, υποδεικνύοντας ότι η εταιρεία θα συνεχίσει να δημιουργεί αξία για τους μετόχους της.

Τα κέρδη μετά φόρων αναμένεται να αυξηθούν από € 16,2 εκατ. το 2014 σε € 17,6M εκατ. το 2019, παρακινούμενα από πρωτοβουλίες κόστους που θα αυξήσουν σταθερά τα κέρδη. Το κόστος των πωλήσεων παραμένει σταθερό περίπου στο 75% του κύκλου εργασιών εξαιτίας εκπτώσεων των προμηθευτών στις αμειβόμενες εργατοώρες λόγω υψηλής ρευστότητας.

3.3.5. Ιστορικά στοιχεία Επιχείρησης και Χρηματοοικονομική Ανάλυση

Στην παρούσα ενότητα παρουσιάζονται τα ιστορικά οικονομικά στοιχεία της εταιρείας και των άμεσων ανταγωνιστών της, καθώς και η θέση της στον κλάδο. Το χρονικό διάστημα της θεμελιώδους ανάλυσης της εταιρείας ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS ΑΕΒΕ αφορά στα έτη 2010 – 2014, ενώ τα αντίστοιχα ιστορικά οικονομικά στοιχεία των άμεσων ανταγωνιστών της αφορούν στα έτη 2010 – 2013 λόγω έλλειψης πλήρους πληροφόρησης για το έτος 2014 σε ορισμένες εταιρείας. Ωστόσο, από τη μελέτη διαφόρων πηγών (οικονομικές εκθέσεις, 3μηνα και 6μηνα δημοσιευμένα στοιχεία, κλπ.) λαμβάνονται υπόψη οι μεταβολές των μεγεθών χωρίς να γίνονται αυθαίρετες παραδοχές καθιστώντας τα συμπεράσματα έγκυρα και ορθά.

Πιο συγκεκριμένα, στον ακόλουθο πίνακα παρουσιάζονται τα ιστορικά οικονομικά στοιχεία της εταιρείας ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS ΑΕΒΕ τα οποία αφορούν στα στοιχεία των Ισολογισμών, των Αποτελεσμάτων Χρήσης και άλλων δημοσιευμένων επίσημων οικονομικών καταστάσεων.

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (BUSINESS VALUATION)

ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS A.E.B.E.

figures in
'000 €

<i>Income Statement and gross cash flow</i>	2010	% of sales	2011	% of sales	2012	% of sales	2013	% of sales	2014	% of sales	Δ 10/14
Πωλήσεις	354.231,0		308.020,0		281.989,0		278.367,0		293.368,0		-17,2%
Μικτά Κέρδη	61.559,0	17,4%	68.736,0	22,3%	62.812,0	22,3%	67.264,0	24,2%	71.422,0	24,3%	9,3%
Άλλα Έσοδα Εκμεταλλεύσεως	51,0	0,0%	-8.169,0	-2,7%	-375,0	-0,1%	201,0	0,1%	4.555,0	1,6%	8831,4%
Έξοδα Διοίκησης	5.751,0	1,6%	5.751,0	1,9%	5.723,0	2,0%	5.649,0	2,0%	7.214,0	2,5%	25,4%
Έξοδα Διάθεσης	49.198,0	13,9%	45.486,0	14,8%	43.424,0	15,4%	41.521,0	14,9%	45.630,0	15,6%	
Κ. Π. Φ. Τ. Α.	11.016,0	3,1%	13.197,0	4,3%	17.201,0	6,1%	23.547,0	8,5%	25.883,0	8,8%	135,0%
Σύνολο Αποσβέσεων	4.355,0		3.867,0		3.911,0		3.252,0		2.750,0		-36,9%
Αποσβέσεις Ενσωματωμένες	4355,0	1,2%	3867,0	1,3%	3911,0	1,4%	3252,0	1,2%	2750,0	0,9%	-36,9%
ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ & ΤΟΚΩΝ	6.661,0	1,9%	9.330,0	3,0%	13.290,0	4,7%	20.295,0	7,3%	23.133,0	7,9%	247,3%
Χρεωστικοί Τόκοι	1416,0	0,4%	527,0	0,2%	505,0	0,2%	1814,0	0,7%	1350,0	0,5%	-4,7%
Πιστωτικοί Τόκοι & άλλα Χρημ/κά Έσοδα	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	809,0	0,3%	347,0	0,1%	
Έκτακτα Αποτελέσματα (Έξοδα - Έσοδα)	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	
ΚΑΘΑΡΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ	5.245,0	1,5%	8.803,0	2,9%	12.785,0	4,5%	19.290,0	6,9%	22.130,0	7,5%	321,9%
Φόρος Εισοδήματος	2.506,0	1%	2.467,0	1%	2848,0	1%	5.124,0	2%	6.102,0	2%	143,5%
ΚΑΘΑΡΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΜΕΤΑ ΦΟΡΩΝ	2.739,0	0,8%	6.336,0	2,1%	9.937,0	3,5%	14.166,0	5,1%	16.028,0	5,5%	485,2%
Μερίσματα	2650,0		1104,0		1766,0		2650,0		2651,0		0,0%
Φορολογικές Διαφορές	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0		
Αποσβέσεις	4.355,0		3.867,0		3.911,0		3.252,0		2.750,0		-36,9%
Μικτή Ταμειακή Ροή	4.444,0	1,3%	9.099,0	3,0%	12.082,0	4,3%	14.768,0	5,3%	16.127,0	5,5%	262,9%

Πίνακας 6: Ιστορικά στοιχεία αποτελεσμάτων Χρήσης

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (BUSINESS VALUATION)

<i>Balance Sheet (Στοιχεία Ισολογισμού)</i>	2010	% of sales	2011	% of sales	2012	% of sales	2013	% of sales	2014	% of sales	Δ 10/14
<i>Αποθέματα</i>	34.053,0	10%	32.030,0	10%	26.515,0	9%	29.847,0	11%	38.527,0	13%	
<i>Απαιτήσεις</i>	37.568,0	11%	22.036,0	7%	20.771,0	7%	17.986,0	6%	21.688,0	7%	-42,3%
<i>Κυκλοφορούν Ενεργητικό</i>	71.621,0	20%	54.066,0	18%	47.286,0	17%	47.833,0	17%	60.215,0	21%	-15,9%
<i>Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις (εκτός δανείων)</i>	60.621,0	17,1%	48.106,0	15,6%	45.614,0	16,2%	41.728,0	15,0%	38.200,0	13,0%	-37,0%
<i>ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ (εκτός διαθεσίμων)</i>	11.000,0	3%	5.960,0	2%	1.672,0	1%	6.105,0	2%	22.015,0	8%	100,1%
<i>Διαθέσιμα & Χρεόγραφα</i>	24.533,0	6,9%	34.549,0	11,2%	44.857,0	15,9%	51.302,0	18,4%	44.495,0	15,2%	81,4%
<i>Πάγια και άλλα</i>	39.369,0	11,1%	37.226,0	12,1%	34.821,0	12,3%	31.748,0	11,4%	30.043,0	10,2%	-23,7%
<i>Συμμετοχές & άλλες Μακροπρόθεσμες Απαιτ.</i>	5.998,0		8.295,0		8.062,0		8.369,0		8.160,0		
<i>Μεταβατικοί & Μερίσματα πληρωτέα</i>	0,0		0,0		0,0		0,0		0,0		
<i>Προβλέψεις</i>	0,0		243,0		0,0		14,0		644,0		
<i>ΣΥΝΟΛΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΠΟΥ ΕΧΕΙ ΕΠΕΝΔ.</i>	80.900,0	23%	86.030,0	28%	89.412,0	32%	97.524,0	35%	104.713,0	36%	29,4%
<i>Χρηματοδότηση Κεφαλαίου από:</i>		% στο σύνολο χρημ/σης		% στο σύνολο χρημ/σης		% στο σύνολο χρημ/σης		% στο σύνολο χρημ/σης		% στο σύνολο χρημ/σης	
<i>Ίδια Κεφάλαια</i>	53.637,0	66%	59.026,0	69%	66.967,0	75%	78.464,0	80%	90.024,0	86%	67,8%
<i>Βραχυπρόθεσμα Δάνεια</i>	1.349,0	2%	7.843,0	9%	3.143,0	4%	4.284,0	4%	4.334,0	4%	
<i>Μακροπρόθεσμα Δάνεια</i>	25.914,0	32%	19.161,0	22%	19.302,0	22%	14.776,0	15%	10.355,0	10%	
<i>ΣΥΝΟΛΟ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ</i>	80.900,0		86.030,0		89.412,0		97.524,0		104.713,0		29,4%

Πίνακας 7: Ιστορικά στοιχεία Ισολογισμών

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (BUSINESS VALUATION)

ΒΑΣΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ	2010	2011	2012	2013	2014
<i>Κάλυψη Τόκων</i>	4,7	17,7	26,3	11,2	17,1
<i>Επιτόκιο (Χρηματοοικονομικά / Σύνολο Δανείων)</i>	5,2%	2,0%	2,2%	9,5%	9,2%
<i>Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων Προ Φόρων</i>	9,8%	14,9%	19,1%	24,6%	24,6%
<i>Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων Μετά Φόρων</i>	5,1%	10,7%	14,8%	18,1%	17,8%
<i>Απόδοση Επενδυμ. Κεφαλαίου (ΚΠΦΤ/Σύν.Χρημ)</i>	8,2%	10,8%	14,9%	21,6%	22,4%
<i>Ημέρες Απαιτήσεων</i>	38,7	26,1	26,9	23,6	27,0
<i>Ημέρες Αποθεμάτων</i>	42,5	48,9	44,2	51,6	63,4
<i>Φορολογικός Συντελεστής</i>	47,8%	28,0%	22,3%	26,6%	27,6%

Πίνακας 8: Ιστορικά ποσοστά δεικτών

Όπως φαίνεται στον ανωτέρω πίνακα οι πωλήσεις ακολουθούν μία πτωτική πορεία με σημάδι ανάκαμψης να αποτελούν οι πωλήσεις του τελευταίου έτους. Με τον ίδιο τρόπο μεταβάλλονται και τα καθαρά αποτελέσματα, γεγονός το οποίο προσδίδει αξιοπιστία στην εταιρεία ως αντικείμενο επένδυσης και το οποίο αποτελεί σημαντική προϋπόθεση στην περίπτωση που η εταιρεία θελήσει να εξετάσει το ενδεχόμενο επένδυσης.

Η επίτευξη της σταθερότητας αυτής των οικονομικών αποτελεσμάτων οφείλεται κυρίως στην σταθερότητα των σημαντικών λειτουργικών εξόδων (διάθεσης και διοίκησης, με ποσοστό 14,9% και 2% αντίστοιχα). Σε χαμηλά και σταθερά μεταβαλλόμενα επίπεδα επίσης κυμαίνονται τα χρηματοοικονομικά έξοδα, δεδομένου ότι η κύρια χρηματοδότηση του ενεργητικού προέρχεται από τα ίδια κεφάλαια (86% κατά το 2014).

Στο σημείο αυτό σημειώνεται ότι ο δανεισμός της εταιρείας αποτελείται κυρίως από μακροπρόθεσμα δάνεια, τα οποία σε σύνολο με το βραχυπρόθεσμο δανεισμό διαμορφώνουν ένα ποσοστό της τάξεως του 20% για το τρέχον έτος 2014.

Η απόδοση των ίδιων κεφαλαίων διατηρείται σε υψηλά επίπεδα καθιστώντας την εταιρεία ελκυστική και ικανή να ανταμείψει τους μετόχους της.

Βελτιωμένες εμφανίζονται και οι μεταβολές στις ημέρες είσπραξης των απαιτήσεων (από 38,7 σε 27 κατά τα έτη 2010 και 2014 αντίστοιχα), καθώς και οι ημέρες αποθεμάτων (από 42,5 σε 63,4 κατά τα έτη 2010 και 2014 αντίστοιχα). Ως ποσοστά επί των πωλήσεων, τα αποθέματα και οι απαιτήσεις ανέρχονται σε 11% και 8% αντίστοιχα.

Το επιτόκιο δανεισμού της εταιρείας σταθεροποιείται γύρω από το 9% κατά τα τελευταία 2 έτη γεγονός το οποίο λαμβάνεται υπόψη για τη διαμόρφωση της πορείας του δανεισμού κατά τη διαμόρφωση των αντίστοιχων προβλέψεων.

3.3.6. Ιστορικά στοιχεία Άμεσου Ανταγωνισμού και Χρηματοοικονομική Ανάλυση

Τα ιστορικά οικονομικά στοιχεία των άμεσων ανταγωνιστών που αφορούν στα έτη 2010 – 2013 παρουσιάζονται στους ακόλουθους πίνακες. Εξετάζονται αναλυτικά οι πωλήσεις, το μικτό κέρδος, το λειτουργικό κέρδος και το καθαρό κέρδος προ φόρων προκειμένου να γίνει σαφές το εύρος δυνατοτήτων της κάθε εταιρείας, να εντοπιστούν οι εταιρείες που έχουν ηγετικό ρόλο και να παρουσιαστεί μια γενική εικόνα της δυναμικότητας του κλάδου.

Όπως φαίνεται η εταιρεία ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS ΑΕΒΕ κατέχει από τις υψηλότερες θέσεις όσον αφορά στον όγκο των πωλήσεων, με την εταιρεία ΚΟΤΣΟΒΟΛΟΣ να έχει ηγετικό ρόλο. Παρόμοια αποτελέσματα εμφανίζονται και στο μικτό κέρδος γεγονός το οποίο μαρτυρά τη σταθερότητα στις μεταβολές του κόστους πωλήσεων ανά τα έτη, εξετάζοντας τις προς ανάλυση εταιρείες στο σύνολό τους. Τέλος, αξιοσημείωτος είναι ο ρυθμός μείωσης των πωλήσεων της εταιρείας, σε σχέση με το προηγούμενο έτος, με το τελευταίο να υστερεί κατά -1% μόνο σε σχέση με το προηγούμενο, γεγονός το οποίο υπόσχεται μία πιθανή μελλοντική ανοδική πορεία.

Η καθοριστική διαφορά σημειώνεται στα λειτουργικά αποτελέσματα όπου η εταιρεία ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS ΑΕΒΕ είναι η μόνη η οποία δεν εμφανίζει ζημιές. Κατ' επέκταση αλλά χωρίς να είναι αυτονόητο, η εν λόγω εταιρεία παρουσιάζει και κέρδη στα αποτελέσματα προ φόρων, όντας η μόνη, όχι μόνο κατά το τελευταίο έτος, αλλά καθ' όλου του υπό εξέταση χρονικού διαστήματος (2010-2013). Τη θετική αυτή εξέλιξη των οικονομικών αποτελεσμάτων καρπώνεται η σταθερή και πολύ ευνοϊκά μεταβολή των λειτουργικών εξόδων (διοίκησης και διάθεσης) τα οποία επιτρέπουν στην εταιρεία, σε συνδυασμό με τη μη ύπαρξη έκτακτων εξόδων ή υψηλών χρεωστικών τόκων, να εμφανίζει εν τέλει, κέρδη.

ΔΕΙΓΜΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΚΛΑΔΟΥ

ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ - ΕΤΗ 2010-2013

Α. ΠΩΛΗΣΕΙΣ

	2010	2011	2012	2013
1 MEDIA MARKET (MEDIA SATURN ΕΛΛΑΣ ΑΕ)	113.661,0	448.576,0	432.000,0	188.913,0
2 ΚΩΤΣΟΒΟΛΟΣ (Dixons South-East Europe ΑΕΒΕ)	461.325,1	365.988,56	328.090,5	345.598,5
3 ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS ΑΕΒΕ	354.231,0	308.020,0	281.989,0	278.367,0
4 PUBLIC (RETAIL WORLD ΑΕ)	57.638,9	69.330,6	79.590,9	134.170,9
5 ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ ΑΕΕ	133.737,7	116.996,7	92.472,7	78.072,8
ΣΥΝΟΛΟ	1.120.593,8	1.308.911,8	1.214.143,1	1.025.122,3
ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ	224.118,8	261.782,4	242.828,6	205.024,5
ΣΥΝΟΛΟ ΧΩΡΙΣ ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS ΑΕΒΕ	766.362,8	1.000.891,8	932.154,1	746.755,3
ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ	191.590,7	250.223,0	233.038,5	186.688,8

Α. ΜΙΚΤΟ ΚΕΡΔΟΣ

	2010	2011	2012	2013
1 MEDIA MARKET (MEDIA SATURN ΕΛΛΑΣ ΑΕ)	1.769,1	417.090,7	418.504,48	415.510,9
2 ΚΩΤΣΟΒΟΛΟΣ (Dixons South-East Europe ΑΕΒΕ)	103.728,5	79.336,7	68.515,4	66.790,8
3 ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS ΑΕΒΕ	61.559,0	68.736,0	62.812,0	67.264,0
4 PUBLIC (RETAIL WORLD ΑΕ)	13.174,9	15.936,8	17.941,6	31.611,6
5 ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ ΑΕΕ	27.603,8	22.680,0	18.176,8	14.724,4
ΣΥΝΟΛΟ	207.835,3	603.780,2	585.950,2	595.901,7
ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ	41.567,1	120.756,0	117.190,0	119.180,3
ΣΥΝΟΛΟ ΧΩΡΙΣ ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS ΑΕΒΕ	146.276,3	535.044,2	523.138,2	528.637,7
ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ	36.569,1	133.761,1	130.784,6	132.159,4

Α. ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟ ΚΕΡΔΟΣ

	2010	2011	2012	2013
1 MEDIA MARKET (MEDIA SATURN ΕΛΛΑΣ ΑΕ)	-28.945,3	396.671,2	391.173,3	-7.367,7
2 ΚΩΤΣΟΒΟΛΟΣ (Dixons South-East Europe ΑΕΒΕ)	10.975,9	-4.139,1	-11.106,2	-13.604,2
3 ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS ΑΕΒΕ	11.016,0	13.197,0	17.201,0	23.547,0
4 PUBLIC (RETAIL WORLD ΑΕ)	14.232,3	16.957,4	-10.537,7	-11.539,8
5 ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ ΑΕΕ	-13.410,1	-159,2	-908,1	-890,5
ΣΥΝΟΛΟ	-6.131,2	422.527,3	385.822,3	-9.855,2
ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ	-1.226,2	84.505,5	77.164,5	-1.971,0
ΣΥΝΟΛΟ ΧΩΡΙΣ ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS ΑΕΒΕ	-17.147,2	409.330,3	368.621,3	-33.402,2
ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ	-8.573,6	204.665,1	368.621,3	#ΔΙΑΙΡ./0!

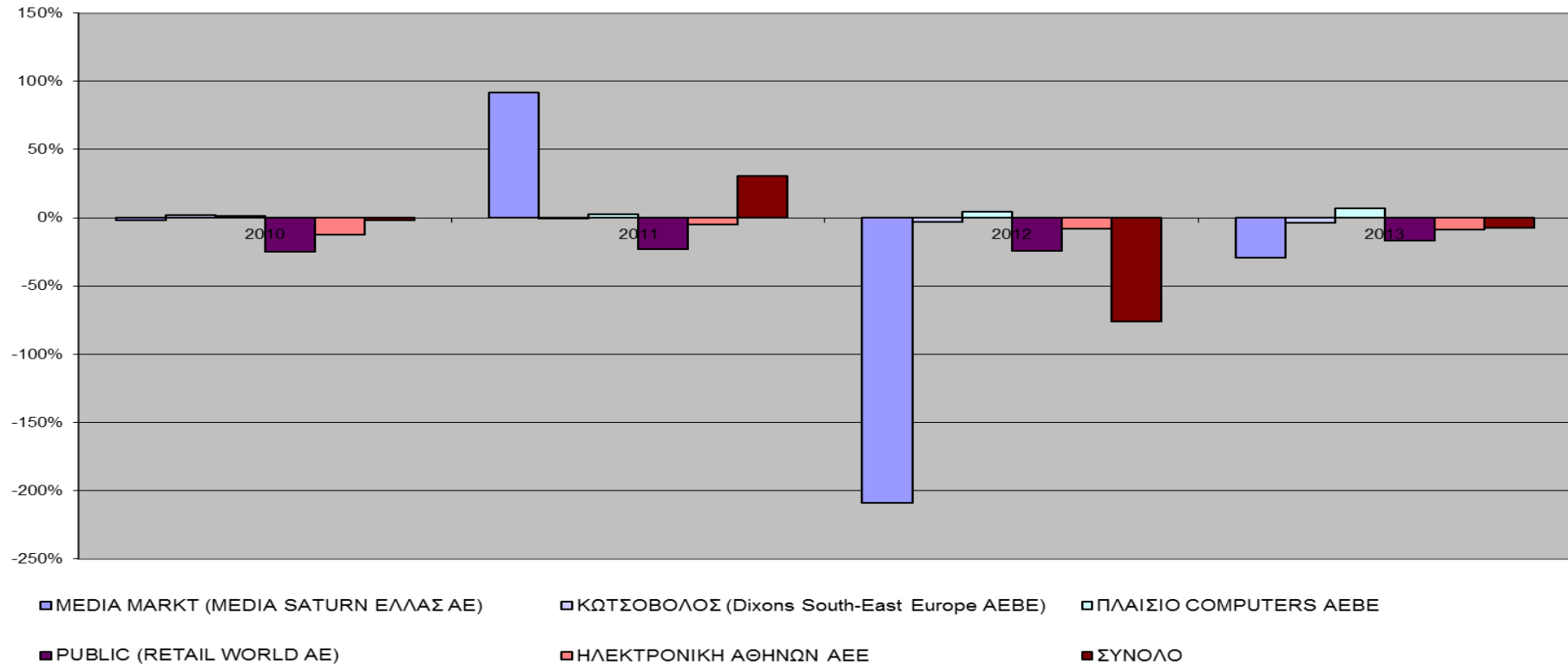
Α. ΚΑΘΑΡΟ ΚΕΡΔΟΣ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ

	2010	2011	2012	2013
1 MEDIA MARKET (MEDIA SATURN ΕΛΛΑΣ ΑΕ)	-2.021,9	411.650,2	-901.903,0	-55.044,1
2 ΚΩΤΣΟΒΟΛΟΣ (Dixons South-East Europe ΑΕΒΕ)	8.184,6	-1.721,8	-10.439,2	-13.709,9
3 ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS ΑΕΒΕ	5.245,0	8.803,0	12.785,0	19.290,0
4 PUBLIC (RETAIL WORLD ΑΕ)	-14.241,5	-15.754,7	-19.095,1	-22.212,8
5 ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ ΑΕΕ	-18.343,4	-5.781,9	-7.184,2	-6.993,4
ΣΥΝΟΛΟ	-21.177,1	397.194,9	-925.836,4	-78.670,2
ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ	-4.235,4	79.439,0	-185.167,3	-15.734,0
ΣΥΝΟΛΟ ΧΩΡΙΣ ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS ΑΕΒΕ	-26.422,1	388.391,9	-938.621,4	-97.960,2

Πίνακας 9: Δείγμα ανταγωνιστών – Ιστορικά στοιχεία αποτελεσμάτων

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (BUSINESS VALUATION)

Σύγκριση καθαρού περιθωρίου



Σχεδιάγραμμα 4: Σύγκριση καθαρού περιθωρίου

ΔΕΙΓΜΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΚΛΑΔΟΥ

ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ - ΕΤΗ 2010-2013

Α. ΠΩΛΗΣΕΙΣ- % αύξησης σε σχέση με προηγούμενα έτη

	2010	2011	2012	2013
1 MEDIA MARKET (MEDIA SATURN ΕΛΛΑΣ ΑΕ)	23%	295%	-4%	-56%
2 ΚΩΤΣΟΒΟΛΟΣ (Dixons South-East Europe ΑΕΒΕ)	-6%	-6%	-29%	5%
3 ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS ΑΕΒΕ	-8%	-13%	-8%	-1%
4 PUBLIC (RETAIL WORLD ΑΕ)	39%	20%	15%	69%
5 ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ ΑΕΕ	-12%	-23%	-21%	-16%
ΣΥΝΟΛΟ	-3%	17%	-7%	-16%
ΣΥΝΟΛΟ ΧΩΡΙΣ ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS ΑΕΒΕ	-1%	31%	-7%	-20%
* ΑΝΑΓΩΓΗ ΣΕ 12 ΜΗΝΗ ΧΡΗΣΗ				

Α. ΜΙΚΤΟ ΚΕΡΔΟΣ -% επί των πωλήσεων

	2010	2011	2012	2013
1 MEDIA MARKET (MEDIA SATURN ΕΛΛΑΣ ΑΕ)	2%	93%	97%	220%
2 ΚΩΤΣΟΒΟΛΟΣ (Dixons South-East Europe ΑΕΒΕ)	21%	17%	21%	19%
3 ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS ΑΕΒΕ	17%	22%	22%	24%
4 PUBLIC (RETAIL WORLD ΑΕ)	23%	23%	23%	24%
5 ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ ΑΕΕ	18%	19%	20%	19%
ΣΥΝΟΛΟ	19%	46%	48%	58%
ΣΥΝΟΛΟ ΧΩΡΙΣ ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS ΑΕΒΕ	19%	53%	56%	71%
* ΑΝΑΓΩΓΗ ΣΕ 12 ΜΗΝΗ ΧΡΗΣΗ				

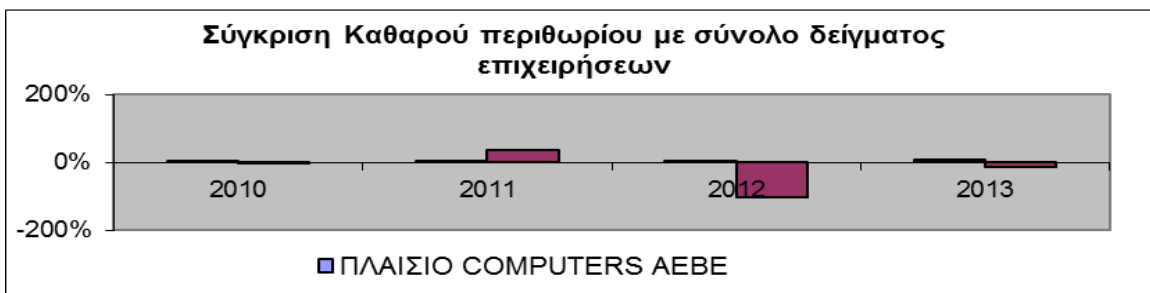
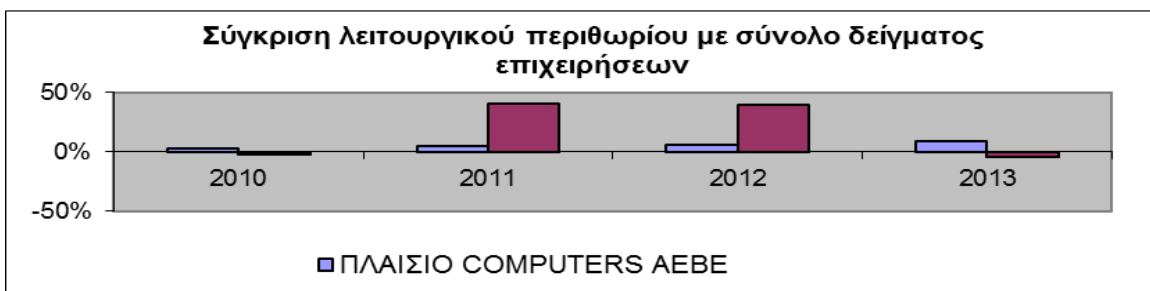
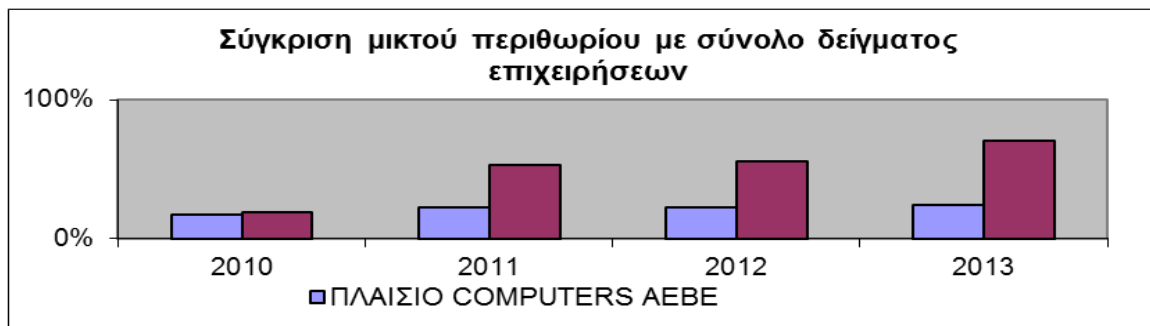
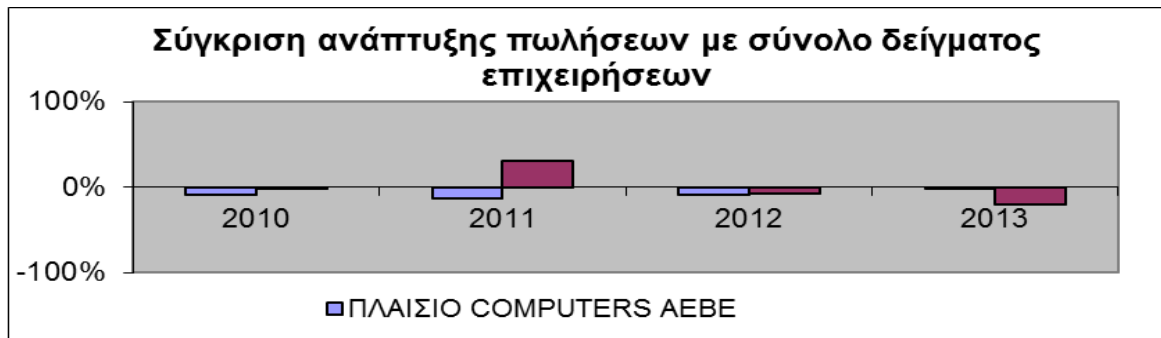
Α. ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟ ΚΕΡΔΟΣ -% επί των πωλήσεων

	2010	2011	2012	2013
1 MEDIA MARKET (MEDIA SATURN ΕΛΛΑΣ ΑΕ)	-25%	88%	91%	-4%
2 ΚΩΤΣΟΒΟΛΟΣ (Dixons South-East Europe ΑΕΒΕ)	2%	-1%	-3%	-4%
3 ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS ΑΕΒΕ	3%	4%	6%	8%
4 PUBLIC (RETAIL WORLD ΑΕ)	25%	24%	-13%	-9%
5 ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ ΑΕΕ	-9%	0%	-1%	-1%
ΣΥΝΟΛΟ	-1%	32%	32%	-1%
ΣΥΝΟΛΟ ΧΩΡΙΣ ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS ΑΕΒΕ	-2%	41%	40%	-4%
* ΑΝΑΓΩΓΗ ΣΕ 12 ΜΗΝΗ ΧΡΗΣΗ				

Α. ΚΑΘΑΡΟ ΚΕΡΔΟΣ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ - -% επί των πωλήσεων

ΕΤΗ	2010	2011	2012	2013
1 MEDIA MARKET (MEDIA SATURN ΕΛΛΑΣ ΑΕ)	-2%	92%	-209%	-29%
2 ΚΩΤΣΟΒΟΛΟΣ (Dixons South-East Europe ΑΕΒΕ)	2%	0%	-3%	-4%
3 ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS ΑΕΒΕ	1%	3%	5%	7%
4 PUBLIC (RETAIL WORLD ΑΕ)	-25%	-23%	-24%	-17%
5 ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ ΑΕΕ	-12%	-5%	-8%	-9%
ΣΥΝΟΛΟ	-2%	30%	-76%	-8%
ΣΥΝΟΛΟ ΧΩΡΙΣ ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS ΑΕΒΕ	-3%	39%	-101%	-13%

Πίνακας 10: Δείγμα ανταγωνιστών – Ιστορικά ποσοστά αποτελεσμάτων



Σχεδιάγραμμα 5: Σύγκριση περιθωρίων σε σύνολο δείγματος

Όπως φαίνεται στα ανωτέρω σχεδιαγράμματα και σε σύγκριση με το σύνολο του δείγματος, η εταιρεία ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS ΑΕΒΕ καταφέρνει να διατηρήσει ένα θετικό και σταθερό περιθώριο κέρδους σε όλες τις μορφές έκφρασής του (μικτό, λειτουργικό, καθαρό).

ΔΕΙΓΜΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΚΛΑΔΟΥ

ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ - ΕΤΟΣ 2013

	ΑΝΑΠΤΥΞΗ / ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑ ΚΑΙ CASH FLOW								
	ΠΩΛΗΣΕΙΣ 2012	ΠΩΛΗΣΕΙΣ 2013	ΜΙΚΤΟ	ΔΙΟΙΚΗΣΗ & ΔΙΑΘΕΣΗ	ΕΒΙΤΔΑ/SALES ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΚΕΡΔΗ ΕΚΤΟΣ ΑΠΟΣΒ.	ΧΡΗΜΑ/ΚΟ	ΚΠΦ	ΦΟΡΟΙ	ΚΜΦ
MEDIA MARKT (MEDIA SATURN ΕΛΛΑΣ ΑΕ)	432.000,0	188.913,0	415.510,9	49.168,6	-7.367,7	2.909,0	-55.044,1	0,0	-55.044,1
ΚΩΤΣΟΒΟΛΟΣ (Dixons South-East Europe ΑΕΒΕ)	328.090,5	345.598,5	66.790,8	102.150,3	-13.604,2	750,6	-13.709,9	0,0	-13.709,9
ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS ΑΕΒΕ	281.989,0	278.367,0	67.264,0	47.170,0	23.547,0	1.814,0	19.290,0	5.124,0	14.166,0
PUBLIC (RETAIL WORLD ΑΕ)	79.590,9	134.170,9	31.611,6	27.157,1	-11.539,8	4.165,4	-22.212,8	0,0	-22.212,8
ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ ΑΕΕ	92.472,7	78.072,8	14.724,4	19.624,9	-890,5	3.960,6	-6.993,4	576,5	-7.569,9
ΣΥΝΟΛΟ	1.214.143,1	1.025.122,3	595.901,7	245.270,8	-9.855,2	13.599,6	-78.670,2	5.700,5	-84.370,7
ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ	242.828,6	205.024,5	119.180,3	49.054,2	-1.971,0	2.719,9	-15.734,0	1.140,1	-16.874,1

Πίνακας 11: Δείγμα ανταγωνιστών – Ανάπτυξη/Κερδοφορία και Ταμειακές Ροές

ΔΕΙΓΜΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΚΛΑΔΟΥ

ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ - ΕΤΟΣ 2013

	ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ				
	ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ	ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ	ΠΡΟΜ./ ΠΙΣΤΩΤΕΣ	ΚΕΦ.ΚΙΝ
MEDIA MARKT (MEDIA SATURN ΕΛΛΑΣ ΑΕ)	16.346,2	1.931,7	23.709,8	40.583,1	1.383,2
ΚΩΤΣΟΒΟΛΟΣ (Dixons South-East Europe ΑΕΒΕ)	52.058,5	65.387,4	33.229,9	115.193,7	35.482,2
ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS ΑΕΒΕ	29.847,0	17.986,0	51.302,0	41.728,0	38.347,0
PUBLIC (RETAIL WORLD ΑΕ)	36.523,1	10.180,8	24.355,7	76.760,8	-43.550,8
ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ ΑΕΕ	15.786,3	19.601,1	1.956,0	25.790,9	-30.417,3
ΣΥΝΟΛΟ	150.561,1	115.087,0	134.553,4	300.056,4	1.244,2
ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ	30.112,2	23.017,4	26.910,7	60.011,3	248,8

Πίνακας 12: Δείγμα ανταγωνιστών – Κεφάλαιο Κίνησης

ΔΕΙΓΜΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΚΛΑΔΟΥ

ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ - ΕΤΟΣ 2013

	ΠΑΓΙΑ		ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΟΜΗ		
	ΠΑΓΙΑ	ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ	ΙΔΙΑ	ΔΑΝΕΙΑ	ΑΠΟΣΒ
MEDIA MARKT (MEDIA SATURN ΕΛΛΑΣ ΑΕ)	36.840,4	4.472,6	11.201,6	21,4	3.327,5
ΚΩΤΣΟΒΟΛΟΣ (Dixons South-East Europe ΑΕΒΕ)	98.177,8	1.437,9	56.412,9	0,0	8.471,0
ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS ΑΕΒΕ	31.748,0	8.369,0	78.464,0	19.060,0	3.252,0
PUBLIC (RETAIL WORLD ΑΕ)	28.190,3	2.907,0	-5.396,5	37.849,7	6.692,7
ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ ΑΕΕ	30.670,8	4.400,0	4.073,9	41.969,8	2.142,3
ΣΥΝΟΛΟ	225.627,3	21.586,4	144.755,9	98.900,9	23885,5
ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ	45.125,5	4.317,3	28.951,2	19.780,2	4777,1

Πίνακας 13: Δείγμα ανταγωνιστών – Πάγια και Κεφαλαιακή Δομή

ΔΕΙΓΜΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΚΛΑΔΟΥ

ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ - ΕΤΟΣ 2013 - % ΤΩΝ ΠΩΛΗΣΕΩΝ

	ΑΝΑΠΤΥΞΗ / ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑ ΚΑΙ CASH FLOW								
				ΕΒΙΤΔΑ/SALES					
	ΑΝΑΠΤΥΞΗ 2002	% ΜΙΚΤΟ	ΔΙΟΙΚΗΣΗ & ΔΙΑΘΕΣΗ	% ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΚΕΡΔΗ ΕΚΤΟΣ ΑΠΟΣΒ.	% ΧΡΗΜ/ΚΟ	ΚΑΛΥΨΗ ΤΟΚΩΝ	% ΚΠΦ	ΦΟΡ. ΣΥΝΤ	%ΚΜΦ
MEDIA MARKT (MEDIA SATURN ΕΛΛΑΣ ΑΕ)	-56%	219,9%	219,9%	-3,9%	1,5%	-0,4	-29,1%	0,0%	-29,1%
ΚΩΤΣΟΒΟΛΟΣ (Dixons South-East Europe ΑΕΒΕ)	5%	19,3%	29,6%	-3,9%	0,2%	-0,1	-4,0%	0,0%	-4,0%
ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS ΑΕΒΕ	-1%	24,2%	16,9%	8,5%	0,7%	0,1	6,9%	26,6%	5,1%
PUBLIC (RETAIL WORLD ΑΕ)	69%	23,6%	20,2%	-8,6%	3,1%	-0,4	-16,6%	0,0%	-16,6%
ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ ΑΕΕ	-16%	18,9%	25,1%	-1,1%	5,1%	-4,4	-9,0%	-8,2%	-9,7%
ΣΥΝΟΛΟ	-16%	58,1%	23,9%	-1,0%	1,3%	-1,4	-7,7%	-7,2%	-8,2%
ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ	-16%	58,1%	20,2%	-1,0%	1,3%	-2,5	-7,7%	-7,2%	-8,2%
MAX	69%	220%	220%	8%	5%	0,1	7%	27%	5%
MIN	-56,3%	19%	17%	-9%	0%	0,1	-29%	-8%	-29%
MEDIAN	-1%	24%	25%	-4%	2%	-1,4	-9%	0%	-10%

Πίνακας 14: Δείγμα ανταγωνιστών – Ποσοστά για Ανάπτυξη/Κερδοφορία και Ταμειακές Ροές

ΔΕΙΓΜΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΚΛΑΔΟΥ

ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ - ΕΤΟΣ 2013 - % ΤΩΝ ΠΩΛΗΣΕΩΝ

	ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ				% ΚΕΦ.ΚΙΝ (ΧΩΡΙΣ ΤΑΜΕΙΟ)	ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ		ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΟΜΗ	
	% ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ	% ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	% ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ	% ΠΡΟΜ./ ΠΙΣΤΩΤΕΣ		% ΠΑΓΙΑ	% ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ	ΙΔΙΑ	ΔΑΝΕΙΑ
MEDIA MARKT (MEDIA SATURN ΕΛΛΑΣ ΑΕ)	8,7%	1,0%	12,6%	21,5%	0,7%	19,5%	2,4%	99,8%	0,2%
ΚΩΤΣΟΒΟΛΟΣ (Dixons South-East Europe ΑΕΒΕ)	15,1%	18,9%	9,6%	33,3%	10,3%	28,4%	0,4%	100,0%	0,0%
ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS ΑΕΒΕ	10,7%	6,5%	18,4%	15,0%	13,8%	11,4%	3,0%	80,5%	19,5%
PUBLIC (RETAIL WORLD ΑΕ)	27,2%	7,6%	18,2%	57,2%	-32,5%	21,0%	2,2%	-16,6%	116,6%
ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ ΑΕΕ	20,2%	25,1%	2,5%	33,0%	-39,0%	39,3%	5,6%	8,8%	91,2%
ΣΥΝΟΛΟ	14,7%	11,2%	13,1%	29,3%	0,1%	22,0%	5,6%	59,4%	40,6%
ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ	14,7%	11,2%	13,1%	29,3%	0,1%	22,0%	5,6%	59,4%	40,6%
ΜΑΧ	27%	25%	18%	57%	14%	39%	6%	100%	117%
ΜΙΝ	9%	1%	2,5%	15,0%	-39%	11%	0%	-17%	0%
MEDIAN	15%	8%	13%	33%	1%	21%	2%	80%	20%

Πίνακας 15: Δείγμα ανταγωνιστών - Ποσοστά για Κεφάλαιο Κίνησης

Η σταθερότητα των δεικτών που αφορούν στην υπό αποτίμηση εταιρεία ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS ΑΕΒΕ οφείλεται στην επιτυχημένη διοίκησή της, προϊοντική της γκάμας και στο ανταγωνιστικό της πλεονέκτημα, το οποίο όπως φαίνεται, το εκμεταλλεύεται στο έπακρον επιτυγχάνοντας κέρδη μετά φόρων σε κάθε έτος.

Μία σημαντική παρατήρηση αφορά στην σταθερή και ανοδική πορεία της εταιρείας σε σχέση με το δείγμα και, όπως παρατηρείται, η παρατήρηση αυτή ευσταθεί για το σύνολο των παραπάνω οικονομικών στοιχείων που παρουσιάστηκαν. Όντας αυτόνομη και αυτοδιοικούμενη στο σύνολό της (σε αντίθεση με τις εταιρείες ΚΟΤΣΟΒΟΛΟΣ και PUBLIC), εφαρμόζει επιτυχημένη στρατηγική και ακολουθεί σωστές γραμμές, όντας συνεχώς ενημερωμένη για την πορεία της αγοράς (up-to-date) και δημιουργεί καλές προϋποθέσεις τόσο επιβίωσης όσο και ανάπτυξης κατά την δύσκολη αυτή περίοδο της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης.

3.4. Παραδοχές Αποτίμησης και διαμόρφωση Προβλέψεων (5ετία)

Στους πίνακες που ακολουθούν παρουσιάζονται οι προβλέψεις για τη μελλοντική διαμόρφωση των αποτελεσμάτων χρήσης και των ισολογισμών κατά την επόμενη 5ετία (2015-2019).

Πιο συγκεκριμένα, βασιζόμενη σε ιστορικά στοιχεία ορίζεται η ανάπτυξη των πωλήσεων σε ποσοστά τα οποία φανερώνουν μία μικρή άνοδο, εν συνεχεία μία μεγαλύτερη και τέλος μία διάθεση για σταθεροποίηση σε επίπεδα υψηλότερα από το τρέχον έτος (2014).

Βασισμένο στα ιστορικά στοιχεία και σε ένα σενάριο σταθερότητας, ορίζεται το ποσοστό του μεικτού κέρδους επί των πωλήσεων σε 25% και αντίστοιχα διαμορφώνονται τα αποτελέσματα προ φόρων τόκων και αποσβέσεων τα οποία ανέρχονται σε 9% επί των πωλήσεων για το πρώτο έτος και ακολουθούν μία ανοδική πορεία με το τελευταίο έτος των προβλέψεων να τα σταθεροποιεί σε ποσοστό 10%.

Στο σημείο αυτό σημειώνεται ότι ο φορολογικός συντελεστής ορίζεται σε 28% σύμφωνα με το τελευταίο έτος και με ανακοινώσεις για με το επόμενο έτος.

Όσον αφορά στον ισολογισμό της εταιρείας, τα ίδια κεφάλαια θα εξακολουθούν να αποτελούν το μεγαλύτερο ποσοστό της χρηματοδότησης του ενεργητικού (85%) ενώ ο δανεισμός θα αποτελέσει το υπόλοιπο 15%. Στο

επιχειρηματικό πλάνος συνεπώς, δεν προβλέπεται η ανάληψη κάποιο δανείου, είτε μακροχρόνιου είτε βραχυχρόνιου.

Ως ποσοστό που αφορά στις φορολογικές διαφορές ορίζεται ένα 0,3%, με ασφάλεια για το ενδεχόμενο να υπάρξουν χωρίς παράλληλα αυτό να επηρεάζει καθοριστικά τη μεταβολή των επιμέρους μελλοντικών οικονομικών αποτελεσμάτων.

Εν συνεχεία, ως μελλοντικές επενδύσεις οι οποίες μεταφράζονται σε επενδύσεις νέων παγίων ορίζεται ένα σταθερό ποσό το οποίο ανέρχεται σε 1,8 εκ. ευρώ και θεωρείται ασφαλής, αποδεκτή και έγκυρη παραδοχή, δεδομένων των περιθωρίων που έχει η επιχείρηση προκειμένου να τις πραγματοποιήσει. Τέλος, ο λόγος για τον οποίο το μέγεθος αυτό δεν είναι μεγαλύτερο αφορά στην μελλοντική στρατηγική ασφαλείας και παύσης που επρόκειτο να ακολουθήσει η εταιρεία, σύμφωνα με δημοσιεύματα στα οποία αναφέρεται η πρόθεση του Κ. Γεράρδου, πρόεδρου και διευθύνοντα σύμβουλου.

Ιστορικά επίσης διαμορφώνονται και οι μέσοι συντελεστές απόσβεσης νέων και υπαρχόντων παγίων, ήτοι 9%.

Για το υπολογισμό των ελεύθερων μελλοντικών ταμειακών ροών στους μετόχους και στην εταιρεία πρέπει πρώτα να υπολογιστούν οι συντελεστές προεξόφλησης (κόστος ιδίων κεφαλαίων και μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου αντίστοιχα).

Για το λόγο αυτό ορίζονται τα εξής μεγέθη:

- R_f – Λαμβάνονται οι μέσες αποδόσεις του Γερμανικού Ομολόγου έως τις αρχές του 2014 ως το πλέον αντιπροσωπευτικό δεδομένο στον ορισμό του risk free rate
- R_m – Προσδιορίζονται από τους αντίστοιχους πίνακες που δημοσιεύει ο Aswath Damodaran
- Συντελεστής βήτα (b) – Προσδιορίζεται σε 1,13 με το μοχλευμένο αντίστοιχο συντελεστή να ανέρχεται σε 1 (ουδέτερη μόχλευση)
- Ρυθμός αύξησης στο διηνεκές (g) – Ορίζεται σε 0,5%.

Σημείωση: Στους πίνακες που ακολουθούν, το έτος βάσης και η αντίστοιχη στήλη του αφορά στο διηνεκές και χρησιμεύει στον υπολογισμό της υπολειμματικής αξίας της επιχείρησης.

ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS ΑΕΒΕ

Αποτελέσματα χρήσης

Προβλέψεις

	Έτος 2014	Έτος 2015	Έτος 2016	Έτος 2017	Έτος 2018	Έτος 2019	Έτος Βάσης
Πωλήσεις	293.368,0	297.035,1	301.490,6	309.932,4	316.131,0	323.244,0	323.244,0
% αναπτ		1,25%	1,50%	2,80%	2,00%	2,25%	2,25%
Μικτό Κέρδος	73.342,0	74.258,8	75.372,7	77.483,1	79.032,8	80.811,0	80.811,0
% περιθ	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
ΚΠΦΤΑ	26.403,1	26.733,2	28.641,6	30.993,2	34.142,1	32.324,4	32.324,4
% περιθ	9,00%	9,00%	9,50%	10,00%	10,80%	10,00%	9,50%
% αναπτ		1%	7%	8%	10%	-5%	-5%
Αποσβέσεις	2.750,0	6.038,1	6.200,1	6.362,1	6.524,1	6.686,1	6.686,1
% περιθ	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
ΚΠΦΤ	23.653,1	20.695,1	22.441,5	24.631,1	27.618,0	25.638,3	25.638,3
Χρημ/κό	1395	1343	1299	1266	1223	1181	1181
Επιτόκιο	9,50%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%	9,00%
Κάλυψη τόκων	17	15	17	19	23	22	22
% περιθ	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
ΚΠΦ	22.257,7	19.351,9	21.142,7	23.365,4	26.395,2	24.457,4	24.457,4
% περιθ	8%	7%	7%	8%	8%	8%	8%
		-13%	9%	11%	13%	-7%	-7%
Φόροι	6.009,6	5.225,0	5.920,0	6.542,3	7.390,7	6.848,1	6.848,1
% φορ. Συντ	27%	27%	28%	28%	28%	28%	28%
ΚΜΦ	16.248,1	14.126,9	15.222,8	16.823,1	19.004,5	17.609,3	17.609,3
% περιθ	6%	5%	5%	5%	6%	5%	5%
% αναπτ		-13%	8%	11%	13%	-7%	

Πίνακας 16: Αποτελέσματα Χρήσης - Προβλέψεις

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (BUSINESS VALUATION)

Ισολογισμός

	Έτος 2014	Έτος 2015	Έτος 2016	Έτος 2017	Έτος 2018	Έτος 2019	Έτος Βάσης
Απασχ Κεφ	74.670,0	74.258,8	75.372,7	77.483,1	79.032,8	80.811,0	80.811,0
% στις πωλήσεις	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
Πάγια και λοιπά	29.473,0	25.234,9	20.834,8	16.272,7	11.548,6	6.662,5	6.662,5
% στις πωλήσεις	10%	8%	7%	5%	4%	2%	2%
Συν. Επενδ. Κεφαλαίου	104.143,0	99.493,7	96.207,5	93.755,8	90.581,4	87.473,5	87.473,5
% στις πωλήσεις	35%	33%	32%	30%	29%	27%	27%
Ίδια	90.024,0	84.569,6	81.776,3	79.692,4	76.994,1	74.352,5	74.352,5
% στη συνολ χρημ/ση	86%	85%	85%	85%	85%	85%	85%
Δάνεια	14.689,0	14.924,1	14.431,1	14.063,4	13.587,2	13.121,0	13.121,0
% στη συνολ χρημ/ση	14%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
Συν. Χρηματοδότησης	104.713,0	99.493,7	96.207,5	93.755,8	90.581,4	87.473,5	87.473,5
Συν κεφάλαια σε αγοραία αξία	195.448,2	184.063,3	177.983,8	173.448,2	167.575,5	161.826,0	161.826,0
Συμφωνία Ιδίων κεφαλαίων							
	Έτος 2014	Έτος 2015	Έτος 2016	Έτος 2017	Έτος 2018	Έτος 2019	Έτος Βάσης
Αρχικά ίδια κεφάλαια		90.024,0	84.569,6	81.776,3	79.692,4	76.994,1	76.994,1
+ Κμφ		14.126,9	15.222,8	16.823,1	19.004,5	17.609,3	17.609,3
- Φορ. Διαφορές		891,1	904,5	929,8	948,4	969,7	969,7
% στις πωλήσεις		0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
- Ελευθ. Ταμ. Ροές		18.690,2	17.111,6	17.977,2	20.754,4	19.281,3	19.281,3
Τελικά ίδια κεφάλαια		84.569,6	81.776,3	79.692,4	76.994,1	74.352,5	74.352,5
Συμφωνία επενδύσεων							
	Έτος 2014	Έτος 2015	Έτος 2016	Έτος 2017	Έτος 2018	Έτος 2019	Έτος Βάσης
Αρχικά πάγια		29.473,0	25.234,9	20.834,8	16.272,7	11.548,6	11.548,6
Σύν. Επενδύσεις		1.800,0	1.800,0	1.800,0	1.800,0	1.800,0	1.800,0
Μείον Αποσβέσεις		6.038,1	6.200,1	6.362,1	6.524,1	6.686,1	6.686,1
Τελικά πάγια		25.234,9	20.834,8	16.272,7	11.548,6	6.662,5	6.662,5
Επενδύσεις / Αποσβέσεις		0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3

Πίνακας 17: Ισολογισμός - Προβλέψεις

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (BUSINESS VALUATION)

Αποσβέσεις υπαρχόντων παγίων

Αξία κτήσης	65.290,0	65.290,0	65.290,0	65.290,0	65.290,0	65.290,0	65.290,0
Αποσβέσεις χρήσης	2.750,0	5.876,1	5.876,1	5.876,1	5.876,1	5.876,1	5.876,1
Συν. Αποσβέσεων	35.817,0	41.693,1	47.569,2	53.445,3	59.321,4	65.197,5	65.197,5
Αναπ. Αξία	29.473,0	23.596,9	17.720,8	11.844,7	5.968,6	92,5	92,5
Μέσος συντελεστής αποσβέσεων		9%	9%	9%	9%	9%	9%

Αποσβέσεις νέων παγίων

Τρέχουσα αξία νέων παγίων	0,0	1.800,0	3.600,0	5.400,0	7.200,0	9.000,0	9.000,0
Αποσβέσεις χρήσης	0,0	162,0	324,0	486,0	648,0	810,0	810,0
Συν. Αποσβέσεων	0,0	162,0	486,0	972,0	1.620,0	2.430,0	2.430,0
Αναπ. Αξία	0,0	1.638,0	3.114,0	4.428,0	5.580,0	6.570,0	6.570,0
Μέσος συντελεστής αποσβέσεων		9%	9%	9%	9%	9%	9%

Πίνακας 18: Αποσβέσεις Υπαρχόντων και Νέων Παγίων – Προβλέψεις

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (BUSINESS VALUATION)

Κόστος ιδίων κεφαλαίων και μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου

	Έτος 2014	Έτος 2015	Έτος 2016	Έτος 2017	Έτος 2018	Έτος 2019	Έτος Βάσης
Rf		2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
Rm		12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
b		1,13	1,13	1,13	1,13	1,13	1,13
bu		1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Ke (Κόστος Ιδίων Κεφ.)		13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%	13,3%
Kd		9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Kd (1-t)		6,6%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
D	14.689,0	14.924,1	14.431,1	14.063,4	13.587,2	13.121,0	13.121,0
E	90.735,2	84.569,6	81.776,3	79.692,4	76.994,1	74.352,5	74.352,5
D+E	105.424,2	99.493,7	96.207,5	93.755,8	90.581,4	87.473,5	87.473,5
D/D+E		15%	15%	15%	15%	15%	15%
E/D+E		85%	85%	85%	85%	85%	85%
Μέσο Σταθ. Κόστος Κεφ.		12,3%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%	12,2%
Αύξηση στο διηνεκές							0,5%

Πίνακας 19: Υπολογισμοί - Κόστος ιδίων κεφαλαίων και μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου

3.5. Υπολογισμός Ελεύθερων Ταμειακών Ροών στους Μετόχους και στην Εταιρεία (FCFE & FCFF)

Έχοντας ήδη παρουσιάσει τις παραδοχές βάσει των οποίων γίνονται οι προβλέψεις των οικονομικών μεγεθών για την επόμενη πενταετία, καθώς και έχοντας υπολογίσει τους αντίστοιχους συντελεστές προεξόφλησης, υπολογίζονται οι προεξοφλημένες ελεύθερες ταμειακές ροές στους μετόχους και στην εταιρεία.

Στον ακόλουθο πίνακα παρουσιάζονται οι προεξοφλημένες ελεύθερες ταμειακές ροές στους μετόχους, καθώς και η αντίστοιχη υπολειμματική αξία της επιχείρησης.

Η υπολειμματική αξία της επιχείρησης προεξοφλείται με το ίδιο τρόπο που προεξοφλούνται και οι αντίστοιχες ελεύθερες ταμειακές ροές. Εν συνεχεία, για τον υπολογισμό της τελικής αξίας της επιχείρησης αρκεί να υπολογιστεί το άθροισμα των συνολικών προεξοφλημένων ταμειακών ροών με την παρούσα υπολειμματική αξία.

Επισημαίνεται ότι στην περίπτωση της μεθόδου Προεξόφλησης Ελεύθερων Ταμειακών Ροών Στην Εταιρεία (FCFF) και πιο συγκεκριμένα στο άθροισμα των συνολικών προεξοφλημένων ταμειακών ροών με την παρούσα υπολειμματική αξία, πρέπει να προστεθούν τα διαθέσιμα της εταιρείας και να αφαιρεθεί ο δανεισμός, κατά το τρέχον έτος (2014). Το τελικό αυτό αποτέλεσμα θα αφορά στην συνολική αξία της επιχείρησης με την εν λόγω μέθοδο.

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (BUSINESS VALUATION)

Ελεύθερες ταμειακές ροές στους μετόχους

	Έτος 2014	Έτος 2015	Έτος 2016	Έτος 2017	Έτος 2018	Έτος 2019	Έτος Βάσης
ΚΜΦ		14.126,9	15.222,8	16.823,1	19.004,5	17.609,3	17.609,3
Συν αποσβέσεις		6.038,1	6.200,1	6.362,1	6.524,1	6.686,1	6.686,1
Μείον κεφ. Κίνησης		-411,2	1.113,9	2.110,4	1.549,7	1.778,2	1.778,2
Μείον επενδύσεις		1.800,0	1.800,0	1.800,0	1.800,0	1.800,0	1.800,0
Μείον Δάνεια		235,1	-492,9	-367,7	-476,2	-466,2	-466,2
Μείον Φορολ. Διαφορές		891,1	904,5	929,8	948,4	969,7	969,7
Ελεύθερες ταμειακές ροές στους μετόχους		18.120,2	17.111,6	17.977,2	20.754,4	19.281,3	19.281,3
Συντελεστές προεξόφλησης		0,8828	0,7795	0,6882	0,6077	0,5365	
Προεξ. Ταμειακές ροές		15.996,6	13.337,9	12.372,3	12.611,6	10.344,9	
Συνολική υπολειμματική αξία							151.888,0
Παρούσα υπολειμματική αξία							81.491,9
Συν. Προεξ. Ταμειακές ροές							64.663,2
Συνολική αξία επιχείρησης							<u>146.155,0</u>

Πίνακας 20: Υπολογισμοί - Ελεύθερες ταμειακές ροές στους μετόχους

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (BUSINESS VALUATION)

Ελεύθερες ταμειακές ροές στην εταιρεία

	Έτος 2014	Έτος 2015	Έτος 2016	Έτος 2017	Έτος 2018	Έτος 2019	Έτος Βάσης
ΚΠΦΤΑ	23.653,1	20.695,1	22.441,5	24.631,1	27.618,0	25.638,3	25.638,3
ΛΕΙΤ. ΚΕΡΔΗ Μ.Φ	17.266,8	15.107,4	16.157,9	17.734,4	19.885,0	18.459,6	18.459,6
Συν αποσβέσεις	2.750,0	6.038,1	6.200,1	6.362,1	6.524,1	6.686,1	6.686,1
Μείον Φορολ. Διαφορές		891,1	904,5	929,8	948,4	969,7	969,7
Μείον Κεφάλ. Κίνησης		-411,2	1.113,9	2.110,4	1.549,7	1.778,2	1.778,2
Μείον επενδύσεις		1.800,0	1.800,0	1.800,0	1.800,0	1.800,0	1.800,0
Ελεύθερες ταμειακές ροές στην εταιρεία		18.865,6	18.539,6	19.256,3	22.111,0	20.597,7	20.597,7
Προεξ. Ταμειακές ροές		16.803,9	14.712,5	13.614,6	13.928,0	11.559,7	11.562,6
Συν. Προεξ. Ταμειακές ροές							70.618,8
Συνολική υπολειμματική αξία							98.971,7
Παρούσα υπολειμματική αξία							55.544,3
Συνολική αξία επιχείρησης							<u>126.163,1</u>

Πίνακας 21: Υπολογισμοί - Ελεύθερες ταμειακές ροές στην εταιρεία

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (BUSINESS VALUATION)

	Έτος 2014	Έτος 2015	Έτος 2016	Έτος 2017	Έτος 2018	Έτος 2019	Έτος Βάσης
Ανάπτυξη ΚΠΦΤΑ		-12,5%	7,0%	9,8%	12,1%	-7,2%	-7,2%
<i>Επανεπένδυση (αναπτ/Απ. Κεφ)</i>		-82%	41%	52%	55%	-34%	-34%
<i>Επανεπένδυση (Δκεφ/ΚΠΦΤΑ)</i>		-152%	77%	95%	102%	-63%	-63%
		-31%	-20%	-14%	-16%	-17%	-17%
<i>Επενδύσεις/Αποσβέσεις</i>		0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
<i>Καθαρές επενδύσεις</i>		-4.238	-4.400	-4.562	-4.724	-4.886	-4.886
<i>Καθαρές επενδύσεις + Δκεφ. Κίνησης</i>		-4.649	-3.286	-2.452	-3.174	-3.108	-3.108
<i>Απόδοση κεφαλαίων</i>		15%	17%	19%	22%	21%	21%
<i>Απόδοση κεφαλαίων (πραγματική)</i>	9%	8%	9%	10%	12%	11%	11%

Πίνακας 22: Εξέλιξη μεγεθών - Προβλέψεις

Ο δανεισμός της εταιρείας ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS ΑΕΒΕ κατά το τρέχον έτος 2014 ανέρχεται σε 14.689,9 χιλιάδες ευρώ, ενώ τα διαθέσιμα ανέρχονται σε 44.495,0 χιλιάδες ευρώ. Επομένως, η τελική αξία της επιχείρησης υπολογίζεται ως εξής:

$$\text{Τελική Αξία Επιχείρησης} = \text{FCFF} - \text{Δανεισμός} + \text{Διαθέσιμα}$$

Ήτοι:

$$\text{Τελική Αξία Επιχείρησης} = 155.969,1 \text{ χιλιάδες ευρώ.}$$

3.6. Αποτίμηση με τη Μέθοδο του Προεξοφλητικού Εισοδήματος (Residual Income)

Όπως επεξηγήθηκε και στο Κεφάλαιο 2, το υπολειμματικό εισόδημα ορίζεται ως το καθαρό λειτουργικό εισόδημα που δημιουργείται από την επιχείρηση πάνω από την ελάχιστη απαιτούμενη απόδοση επί των λειτουργικών της στοιχείων.

Δεδομένου ότι η δημιουργία περιουσίας για τους μετόχους, η οποία εκφράζεται ως η μεγιστοποίηση της αξίας των κεφαλαίων που έχουν τοποθετηθεί στην επιχείρηση, έχει αναχθεί ως κορυφαίος στόχος της διοίκησης της επιχείρησης, γίνεται εμφανής η σημασία του εν λόγω μοντέλου το οποίο λαμβάνει υπόψη τα ανωτέρω.

Η Γενική Μαθηματική Εξίσωση Του Μοντέλου Του Υπολειμματικού Εισοδήματος μιας διακριτής περιόδου είναι η εξής:

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

όπου,

V_0 είναι η παρούσα αξία ανά μετοχή, B_0 η παρούσα λογιστική αξία ανά μετοχή,

B_t η αναμενόμενη λογιστική αξία ανά μετοχή στο χρόνο t ,

r το απαιτούμενο ποσοστό

απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων (cost of equity),

E_t τα αναμενόμενα κέρδη ανά μετοχή στο χρόνο

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (BUSINESS VALUATION)

Υποθέσεις οι οποίες περιλαμβάνονται στο παραπάνω μοντέλο είναι:

- Ο δείκτης ROE της υπό εξέταση επιχείρησης παραμένει σταθερός για όλη την διάρκεια του επενδυτικού ορίζοντα και
- Τα κέρδη αυξάνονται με σταθερό ρυθμό.

Λαμβάνοντας υπόψη αυτές τις υποθέσεις ο τύπος που μας δίνει την αξία μιας μετοχής είναι ο εξής :

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

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

Υπολογίζοντας τα επιμέρους στοιχεία της συνάρτησης προκύπτουν τα εξής:

- B_0 : 90.024,0
- Ως σταθερή απόδοση ιδίων κεφαλαίων ROE υπολογίζεται η μέση απόδοση όπως αυτή του κάθε έτους η οποία υπολογίζεται στον ακόλουθο πίνακα.

Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων - ROE

2015	2016	2017	2018	2019	Μ.Ο.
16,70%	18,62%	21,11%	24,68%	23,68%	<u>20,96%</u>

Πίνακας 23: Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων - ROE

- $r : K_e = 13.3 \%$
- g : Ανάπτυξη = 0,5%

Κατόπιν όλων των ανωτέρω, η συνολική αξία υπολογίζεται σε **144.372,8** χιλιάδες ευρώ ($V_0 = 144.372,8$ χιλιάδες ευρώ).

3.7. Σύνοψη Αποτίμησης

Στην εν λόγω ενότητα θα παρουσιαστούν τα τελικά αποτελέσματα από την εφαρμογή της κάθε μεθόδου.

Αρχικά αναφέρεται ότι:

- Τα τελικά αποτελέσματα βασίστηκαν σε γενικά αποδεκτές, δημοφιλείς και έγκυρες μεθόδους αποτίμησης και πιο συγκεκριμένα στη μέθοδο της

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (BUSINESS VALUATION)

Προεξόφλησης Μελλοντικών Ταμειακών Ροών στους Μετόχους, στη μέθοδο της Προεξόφλησης Μελλοντικών Ταμειακών Ροών στην Εταιρεία και στη μέθοδο του Υπολειμματικού Εισοδήματος.

- Τα οικονομικά στοιχεία της εταιρείας και των άμεσων ανταγωνιστών είναι τα επίσημα, όπως αυτά δημοσιεύονται από τις ίδιες τις εταιρείες.
- Η κρίσιμη περίοδος υπολογισμού των μελλοντικών ταμειακών ροών αφορά στην 5ετία 2015 – 2019
- Όλα τα ποσά είναι εκφρασμένα σε χιλιάδες ευρώ (‘000)

Σύνοψη Αποτελεσμάτων Μεθόδων Αποτίμησης

Μέθοδος	Τελική Αξία
Προεξόφληση Μελλοντικών Ταμειακών Ροών στους Μετόχους (FCFE)	<u>146.155,1</u>
Προεξόφληση Μελλοντικών Ταμειακών Ροών στην Εταιρεία (FCFF)	<u>155.969,1</u>
Υπολειμματικό Εισόδημα (Residual Income)	<u>144.372,8</u>

Πίνακας 24: Σύνοψη Αποτελεσμάτων Μεθόδων Αποτίμησης

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^ο: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΚΑΤΕΥΘΥΝΣΕΙΣ ΓΙΑ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΕΡΕΥΝΑ

4.1. Συμπεράσματα

Η αποτίμηση των επιχειρήσεων είναι μία διαδικασία η οποία στηριζόμενη σε οικονομικά μοντέλα, εμπεριέχει κατά ένα μεγάλο βαθμό το στοιχείο της υποκειμενικότητας. Για το λόγο αυτό, όσο και να αυτοματοποιηθούν οι διαδικασίες, να κατηγοριοποιηθούν οι περιπτώσεις, να εντοπιστούν οι εξαιρέσεις και να καθοριστούν οι αντίστοιχοι χειρισμοί, ο κάθε οικονομικός αναλυτής θα καταλήγει σε διαφορετικά συμπεράσματα.

Όσον αφορά στις μεθόδους αποτίμησης, δημιουργείται το ερώτημα της επιλογής αυτών ή/και του συνδυασμού δύο ή περισσότερων για την εξαγωγή έγκυρων και ορθών συμπερασμάτων. Όπως έχει παρουσιαστεί στο Κεφάλαιο 2, υπάρχει μεγάλη γκάμα μεθόδων οι οποίες διαμορφώθηκαν με βάση τις ανάγκες της κάθε περίπτωσης. Δεδομένου ότι ο όρος «επιχείρηση» με την εξελιγμένη και συνεχώς ενημερωμένη έννοιά του είναι σχετικά νέος (Περίοδος Βιομηχανικής Επανάστασης και ύστερα), εύκολα αντιλαμβάνεται κάποιος ότι οι μέθοδοι και τα μοντέλα αξιολόγησης μίας επένδυσης ή αποτίμησης μιας επιχείρησης είναι επίσης νέα και, με πολλές προοπτικές εξέλιξης και την ανάγκη για διαρκή ενημέρωση (up-to-date), στο το μέλλον.

Όσον αφορά στην αποτίμηση της εταιρείας ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS ΑΕΒΕ, η σύγκριση των αποτελεσμάτων των μεθόδων αποτίμησης με την τρέχουσα τιμή της μετοχής της εταιρείας ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS ΑΕΒΕ οδηγεί σε αξιοσημείωτα συμπεράσματα. Η εικόνα της μετοχής αντικατοπτρίζει τη διάθεση του κοινού, την αντίληψη που έχει για την εν λόγω μετοχή και, τελικά, την ελκυστικότητα αυτής ώστε να παρακινήσει κάποιον επενδυτή να προβεί σε μία πράξη. Όλα τα παραπάνω διαμορφώνουν και μεταβάλλουν την τιμή στην οποία διαπραγματεύεται καθημερινά η μετοχή.

Αναφέρεται λοιπόν ότι ο αριθμός των μετοχών της εταιρείας ανέρχεται σε 22.080.000 με ονομαστική αξία 3,20. Η τρέχουσα αξία της μετοχής (26/6/2015) ανέρχεται στο ποσό των 5,150 και η κεφαλαιοποίηση υπολογίζεται σε 113,712 εκ.

ευρώ. Το εν λόγω ποσό είναι στην ίδια κλίμακα με τα αποτελέσματα των μεθόδων της αποτίμησης. Δεν ταυτίζεται, όμως είναι ένα δείγμα πως η αποτίμηση, σαν σύνολο (υποκειμενικό στοιχείο, παραδοχές, εφαρμογή μεθόδων, κλπ.) είναι εύστοχη. Με το στοιχείο της υποκειμενικότητας να διαφοροποιεί μία μελέτη από μία άλλη ενός άλλου αναλυτή για την ίδια εταιρεία και κάτω από τις ίδιες συνθήκες, η αποτίμηση μιας επιχείρησης μπορεί να θεωρηθεί τόσο επιστήμη όσο και τέχνη.

4.2. Κατευθύνσεις για περαιτέρω έρευνα

Η παρούσα διπλωματική εργασία ασχολήθηκε με το επιστημονικό πεδίο της αποτίμησης των επιχειρήσεων. Πιο συγκεκριμένα, αναφέρθηκαν γενικά και θεωρητικά στοιχεία σχετικά με την έννοια της αποτίμησης (Κεφάλαιο 1^ο), ενώ στη συνέχεια ακολούθησε η ανάλυση και η παρουσίαση ορισμένων μεθόδων αποτίμησης (Κεφάλαιο 2^ο). Η πρακτική εφαρμογή και παρουσίαση όλων των παραπάνω έγινε μέσω της πλήρης και αναλυτικής μελέτης αποτίμησης της εταιρείας ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS ΑΕΒΕ.

Ωστόσο, το εύρος του εν λόγω επιστημονικού πεδίου είναι πολύ μεγάλο και λόγω του πολύ λίγου χρόνου κατά τον οποίο είναι αντικείμενο μελέτης, αποδεικνύει μέσω μελετών περίπτωσης ότι είναι αρκετά ευρύ με πολλά σημεία άξια εστίασης και ανάλυσης.

Πιο συγκεκριμένα, μία κατεύθυνση για περαιτέρω έρευνα θα ήταν η εύρεση, ανάλυση αλλά και τα κριτήρια επιλογής των μεθόδων για την αποτίμηση επιχείρησης η οποία παρουσιάζει ιδιαιτερότητες. Οι ιδιαιτερότητες αυτές θα μπορούσαν να εντοπιστούν από τις αρνητικές ταμειακές ροές μίας επιχείρησης μέχρι και την ύπαρξη και λειτουργία μιας επιχείρησης στα πλαίσια ενός ιδιαίτερου πολιτικοοικονομικού καθεστώτος.

Πρόκληση ακόμη, θα αποτελούσε και η ενασχόληση με την αποτίμηση ονομάτων χώρου (domain names) ιστοσελίδων, εξετάζοντας αυτά ως περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης τα δημιουργούν αξία, γεννώντας ακόμα το ερώτημα κατά πόσο σχετίζονται με τα εμπορικά σήματα και την αποτίμηση αυτών.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ – ΠΗΓΕΣ

Βιβλιογραφία

1. «ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ & ΕΞΑΓΟΡΕΣ» - Δημήτριος Αθ. Κυριαζής
2. «ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ» - Πρόδρομος Γ. Ευθύμογλου, Ιωάννης Τ. Λαζαρίδης
3. «Investment Philosophies» - Aswath Damodaran
4. «Investment Valuation - Tools and Techniques for Valuing Any Asset » - Aswath Damodaran
5. «Damodaran on Valuation» - Aswath Damodaran
6. «Αποτίμηση επιχειρήσεων» - Θεμιστοκλής Γ. Λαζαρίδης
7. «ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ» - ΓΚΙΚΑΣ Χ. ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ, ΠΑΠΑΔΑΚΗ Ι. ΑΦΡΟΔΙΤΗ, ΣΙΟΥΓΛΕ ΓΕΩΡΓΙΑ
8. «Αρχές χρηματοοικονομικής των επιχειρήσεων» - Brealey, Richard A.
9. «Αποτίμηση και χρηματοδότηση επενδύσεων και επιχειρήσεων» - Αθιανός, Στέργιος
10. «Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies» - McKinsey & Company Inc., Tim Koller, Marc Goedhart, David Wessels

Πηγές από Διαδίκτυο

1. <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
2. <http://aswathdamodaran.blogspot.gr/>
3. <http://www.investopedia.com/>
4. <http://www.naftemporiki.gr/>
5. <http://www.capital.gr/>
6. https://en.wikipedia.org/wiki/Main_Page
7. <http://www.plaisio.gr/>