

ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΔΥΤΙΚΗΣ ΕΛΛΑΔΑΣ  
ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ  
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ

**ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**

**«Αποτίμηση Επιχειρήσεων και Επενδυτικών  
Σχεδίων: Θεωρητική Προσέγγιση και  
Ανάπτυξη Ανάλογης Εφαρμογής στο  
Microsoft Excel»**

**ΑΛΑΦΟΓΙΑΝΝΗΣ ΔΡΟΣΟΣ**

**ΗΛΙΑΔΗΣ ΟΡΦΕΑΣ**

**ΣΠΥΡΙΔΩΝΑΚΟΣ ΙΩΑΝΝΗΣ**

**ΕΠΟΠΤΕΥΩΝ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟΣ**

**ΣΥΡΡΟΣ ΝΕΚΤΑΡΙΟΣ**

**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΑΚΟΣ ΥΠΟΤΡΟΦΟΣ ΤΟΥ ΤΜΗΜΑΤΟΣ  
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ**

**ΜΕΣΟΛΟΓΓΙ 2016**

ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ  
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ

**ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**

**«Αποτίμηση Επιχειρήσεων και Επενδυτικών  
Σχεδίων: Θεωρητική Προσέγγιση και  
Ανάπτυξη Ανάλογης Εφαρμογής στο  
Microsoft Excel»**

**ΑΛΑΦΟΓΙΑΝΝΗΣ ΔΡΟΣΟΣ (Α.Μ. 13960)**

**ΗΛΙΑΔΗΣ ΟΡΦΕΑΣ (Α.Μ. 14515)**

**ΣΠΥΡΙΔΩΝΑΚΟΣ ΙΩΑΝΝΗΣ (Α.Μ. 14789)**

**ΕΠΟΠΤΕΥΩΝ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟΣ**

**ΣΥΡΡΟΣ ΝΕΚΤΑΡΙΟΣ**

**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΑΚΟΣ ΥΠΟΤΡΟΦΟΣ ΤΟΥ ΤΜΗΜΑΤΟΣ  
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ**

**ΜΕΣΟΛΟΓΓΙ 2016**

## **Δήλωση περί λογοκλοπής**

Όλες οι προτάσεις οι οποίες παρουσιάζονται σε αυτό το κείμενο και οι οποίες ανήκουν σε άλλους αναγνωρίζονται από τα εισαγωγικά και υπάρχει η σαφής δήλωση του συγγραφέα. Τα υπόλοιπα γραφόμενα είναι επινόηση του γράφοντος ο οποίος φέρει και τη καθολική ευθύνη για αυτό το κείμενο και δηλώνω υπεύθυνα ότι δεν υπάρχει λογοκλοπή για αυτό το κείμενο.

## **Επισήμανση**

Οι διαπιστώσεις, τα αποτελέσματα, τα συμπεράσματα και οι πιθανές προτάσεις της παρούσας Πτυχιακής Εργασίας, εκτός των αναφορών που σημαίνονται ως λήμματα, αποτελούν τις προσωπικές θεωρητικές ή εμπειρικές διαπιστώσεις της ομάδας των φοιτητών που την επιμεληθήκαν και δεν απηχούν κατ' ανάγκη τη γνώμη του εισηγητή εκπαιδευτικού, ή του Εκπαιδευτικού Προσωπικού του Τμήματος Λογιστικής & Χρηματοοικονομικής ή του Α.Τ.Ε.Ι. Δυτ. Ελλάδας.

## Πίνακας Περιεχομένων

Πρόλογος .....	1
Abstract .....	2
Περίληψη .....	3
Εισαγωγή.....	4
Κεφάλαιο 1: Αξία Επιχειρήσεων και Επενδύσεις .....	6
1.1. Η αξία των επιχειρήσεων .....	7
1.2. Κύρια στάδια κατά τη διαδικασίααποτίμησης της αξίας των επιχειρήσεων .....	8
1.3. Αρχές εκτίμησης αξίας των επιχειρήσεων .....	9
1.4. Μέθοδοι αξιολόγησης των επενδύσεων .....	11
1.5. Οι μορφές των επενδύσεων .....	12
1.6. Κριτήρια αξιολόγησης των επενδύσεων.....	14
Κεφάλαιο 2: Αποτίμηση Επιχειρήσεων .....	16
2.1. Εισαγωγή στην αποτίμηση επιχειρήσεων.....	17
2.2. Οι χρήστες της αποτίμησης .....	18
2.3. Η δομή της αποτίμησης.....	22
2.4. Διάκριση μεθόδων αποτίμησης με βάση τα εργαλεία .....	23
2.4.1. Μέθοδος ιστορικού πραγματικού κόστους .....	24
2.4.2. Μέθοδοι τρέχουσων αξιών .....	24
2.4.3. Χρηματιστηριακές μέθοδοι .....	26
2.4.4. Μέθοδος ταμειακών ροών .....	28
2.4.5. Μέθοδος προστιθέμενης οικονομικής αξίας.....	29
2.4.6. Μέθοδος κεφαλαιοποιημένων οργανικών κερδών .....	29
2.4.7. Μέθοδος κεφαλαιοποίησης της υπερπροσόδου.....	30
2.4.8. Μέθοδος συγκριτικής ανάλυσης εισηγμένων εταιριών και χρήση δεικτών κεφαλαιαγοράς.....	31
2.4.9. Μέθοδος συγκριτικών συναλλαγών.....	31
2.5. Επιλογή και καταλληλότητα μεθόδων αποτίμησης.....	32
2.6. Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα των μεθόδων αποτίμησης.....	34
2.7. Ο ρόλος των ορκωτών ελεγκτών στην αποτίμηση .....	38
2.8. Αποτίμηση εταιριών ειδικών περιπτώσεων (διαδικτύου, τραπεζών, ασφαλιστικών).....	38
Κεφάλαιο 3: Ανάλυση Μεθόδων Αποτίμησης Επιχειρήσεων.....	40
3.1. Η μέθοδος προεξόφλησης των ταμειακών ροών.....	41
3.1.1. Παραδοχές εφαρμογής της μεθόδου προεξόφλησης των ταμειακών ροών .....	42
3.1.2. Βασικοί λόγοι επιλογής της μεθόδου .....	43
3.1.3. Η επιλογή της κατάλληλης μεθόδου με βάσει τις ταμειακές ροές.....	44
3.1.4. Δεδομένα εφαρμογής της μεθόδου των ταμειακών ροών.....	45
3.1.5. Διαδικασία εφαρμογής της μεθόδου.....	46
3.2. Η μέθοδος της καθαρής περιουσιακής θέσης.....	47
3.2.1. Η διαδικασία εφαρμογής της μεθόδου (εκτίμηση αξιών, κυβερνητική πολιτική, φορολογία) .....	48
3.2.2. Δεδομένα εφαρμογής της μεθόδου .....	49
3.3. Η μέθοδος της υπερπροσόδου .....	50
3.3.1. Δεδομένα εφαρμογής της μεθόδου .....	51
3.3.2. Η διαδικασία εφαρμογής της μεθόδου της υπερπροσόδου.....	52
3.4. Η μέθοδος της προστιθέμενης οικονομικής αξίας.....	53

3.4.1. Δεδομένα εφαρμογής της μεθόδου .....	54
3.4.2. Διαδικασία εφαρμογής της μεθόδου της προστιθέμενης οικονομικής αξίας .....	55
3.5. Αποτίμηση με βάση χρηματιστηριακές μεθόδους .....	56
3.5.1. Δεδομένα εφαρμογής των χρηματιστηριακών μεθόδων .....	57
3.6. Μέθοδος συγκριτικής ανάλυσης εισηγμένων εταιριών και χρήση δεικτών κεφαλαιαγοράς .....	58
3.6.1. Δεδομένα εφαρμογής της μεθόδου εισηγμένων εταιριών και χρήση δεικτών κεφαλαιαγοράς .....	58
Κεφάλαιο 4: Ανάπτυξη Εφαρμογής Αποτίμησης Επιχειρήσεων στο Microsoft Excel .....	60
4.1. Παράδειγμα εφαρμογής της μεθόδου καθαρής περιουσιακής θέσης.....	61
4.2. Παράδειγμα εφαρμογής της μεθόδου των ταμειακών ροών .....	64
4.3. Παράδειγμα εφαρμογής της μεθόδου της υπερπροσόδου.....	66
4.4. Παράδειγμα εφαρμογής με χρήση αριθμοδεικτών .....	67
Κεφάλαιο 5: Συμπεράσματα - Προτάσεις.....	69
5.1. Συμπεράσματα .....	70
5.2. Προτάσεις .....	71
Βιβλιογραφία .....	72
Ελληνική βιβλιογραφία .....	72
Ξένη βιβλιογραφία .....	73
Παράρτημα .....	76

## Πίνακες

Πίνακας 2. 1:Χρήστες αποτίμησης ανάλογα με την ακολουθούμενη μέθοδο..	20
Πίνακας 2. 2: Βαρύτητα μεθόδων αποτίμησης.....	32
Πίνακας 3. 1:Πίνακας ταμειακών ροών προηγούμενης 5ετίας.....	46

## Πίνακας Σχημάτων

Σχήμα 1.1: Στοιχεία σύνθεσης αξίας επιχείρησης .....	8
Σχήμα 1. 2:Κύρια στάδια κατά τη διαδικασία εκτίμησης αξίας της επιχείρησης .....	9
Σχήμα 2. 1:Στάδια διαδικασίας εκτίμησης αξίας της επιχείρησης .....	17
Σχήμα 2. 2: Θετική ώθηση τιμών μετοχής.....	26
Σχήμα 2. 3:Αρνητική ώθηση τιμών μετοχής .....	27
Σχήμα 2. 4:Κριτήρια καταλληλότητας μεθόδων αποτίμησης .....	33

## Πρόλογος

Η Πτυχιακή Εργασία με τίτλο «Αποτίμηση επιχειρήσεων και επενδυτικών σχεδίων: Θεωρητική προσέγγιση και ανάπτυξη ανάλογης εφαρμογής στο Microsoft Excel», συντάχθηκε στο πλαίσιο του εκπαιδευτικού προγράμματος των τελειόφοιτων σπουδαστών του τμήματος Χρηματοοικονομικής και Λογιστικής του Α.Τ.Ε.Ι. Δυτ. Ελλάδας και συνιστά το τελευταίο στάδιο για την ολοκλήρωση του Προγράμματος Σπουδών του προαναφερθέντος τμήματος.

Η εν λόγω εργασία, θα επιχειρήσει να αναλύσει λεπτομερώς την έννοια της αποτίμησης της αξίας των επιχειρήσεων, τις διαθέσιμες μεθόδους και την πρακτική εφαρμογής τους. Οι όποιες προσπάθειες ανάλυσης των μεθόδων αποτίμησης της αξίας των επιχειρήσεων, βασίστηκαν σε συγκεκριμένες παραδοχές ενώ η παρουσία κινδύνων λανθασμένων εκτιμήσεων δεν θα πρέπει να παραβλέπεται. Σκοπό της αποτελεί ο εντοπισμός της κατάλληλης μεθόδου αποτίμησης, η οποία θα συντελέσει στην ανάπτυξη επιχειρήσεων και την άνθιση των επιχειρηματικών τους σχεδίων.

Πρωτίστως, οφείλουμε να ευχαριστήσουμε θερμά τον επιβλέποντα καθηγητή μας Κο Σύρρο Νεκτάριο Καθηγητή της Σχολής Χρηματοοικονομικής και Λογιστικής του Α.Τ.Ε.Ι. Δυτ. Ελλάδας για τις γνώσεις που μας παρείχε απλόχερα όπως επίσης και για την αμέριστη στήριξη και καθοδήγηση του, δίχως τις οποίες δεν θα ήταν εφικτή η ολοκλήρωση του παρούσας Πτυχιακής Εργασίας.

Επιπροσθέτως, ευχαριστούμε ιδιαίτερα τον Δρ. Ηλιόπουλο Παναγιώτη για τη συμβολή του και για τη βοήθεια που μας παρείχε κατά τη σύνταξη της παρούσης Πτυχιακής.

Στο σημείο αυτό, θα θέλαμε να ευχαριστήσουμε ιδιαίτερα τους ανθρώπους, εκτός του ακαδημαϊκού περιβάλλοντος, οι οποίοι υπήρξαν σημεία αναφοράς στη ζωή μας, συνδράμοντας με τον τρόπο τους στην ολοκλήρωση των ακαδημαϊκών μας υποχρεώσεων. Ως εκ τούτου, ευχαριστούμε εκ καρδίας τους γονείς μας και τις οικογένειές μας.

## **Abstract**

Determining the value of a business is considered to be a crucial stage for the outlook of future investments. Selecting the appropriate determining method is very important so as to estimate the consequences of the decision made at the present time period. Deciding the value of a business is a very risky procedure and it demands from the assessor to overcome several obstacles and address relative issues in order to estimate with a high precision the final business value.

At the present study, are analyzed the most important concepts and conditions used in order to evaluate the different decisions with respect to the investments, while simultaneously are studied the main methods for determining the business value.

The analysis and the understanding both of the process and the time of the implementation of each method are very important for the “survival” of the business throughout the economic crisis occurred during the last years.

This procedure is necessary for the businesses that want to be competitive and to provide valuable information to any investors or even the shareholders themselves. Therefore, selecting the appropriate method for each case is both a fundamental and demanding procedure and hence this issue is addressed in this study. The results and the observations of this process are particularly interesting and can be widely used by the businesses not only to determine its financial course but also to engage various investment plans.



## Περίληψη

Η αποτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης κρίνεται ως εξόχως σημαντική ως προς τις προοπτικές μελλοντικών επενδύσεων. Η επιλογή της κατάλληλης μεθόδου αποτίμησης αποτελεί κρίσιμο παράγοντα καθορισμού των επιπτώσεων από τις αποφάσεις που λαμβάνονται στην παρούσα χρονική περίοδο. Η προσπάθεια αποτίμησης της αξίας των επιχειρήσεων εμπεριέχει μεγάλο βαθμό ρίσκου και δυσκολιών που ο εκτιμητής καλείται να ξεπεράσει ώστε να προσδιορίσει όσο το δυνατόν ακριβέστερα την τελική αξία της επιχείρησης.

Στην παρούσα εργασία πραγματοποιείται ανάλυση εννοιών και όρων σχετικών με την αποτίμηση της αξίας των επιχειρήσεων. Ειδικότερα, αναλύονται οι πλέον σημαντικές και συνήθεις μέθοδοι που χρησιμοποιούνται από τους εκτιμητές και τις επιχειρήσεις και που έχουν ως στόχο τον καθορισμό επιμέρους αποφάσεων επενδυτικού και όχι μόνο χαρακτήρα. Τόσο η ανάλυση όσο και η κατανόηση του τρόπου αλλά και του χρόνου εφαρμογής της αποτίμησης είναι σε αρκετές περιπτώσεις καθοριστικές στην πορεία της επιχείρησης στις δύσκολες οικονομικές συνθήκες που πλέον έχουν δημιουργηθεί.

Πλέον, οι περισσότερες επιχειρήσεις αν θέλουν να είναι ανταγωνιστικές αλλά και να προσφέρουν πολύτιμη πληροφόρηση σε τυχόν επενδυτές ή ακόμα και στους ίδιους τους μετόχους, θα πρέπει να επιλέγουν την κατάλληλη κατά περίπτωση μέθοδο αποτίμησης. Τα αποτελέσματα και τα στοιχεία που προσφέρει η αποτίμηση είναι ιδιαίτερα σημαντικά και όταν αξιοποιούνται από την πλευρά των επιχειρήσεων μπορούν όχι μόνο να καθορίσουν την οικονομική της πορεία αλλά και να αποτελέσουν πόλο έλξης επενδυτικών σχεδίων.

**Λέξεις Κλειδιά:** Αποτίμηση, μέθοδος, αξία, επένδυση, ανάλυση, εφαρμογή.

## Εισαγωγή

Για την καταγραφή της αξίας των επιχειρήσεων έχουν αναπτυχθεί ποικίλες μέθοδοι αποτίμησης. Κάθε μία από αυτές τις μεθόδους παρουσιάζει συγκεκριμένα πλεονεκτήματα αλλά και μειονεκτήματα. Τα τελευταία χρόνια, αρκετοί μελετητές έχουν ασχοληθεί σε βιβλιογραφικό επίπεδο τόσο με την αποτίμηση της αξίας των επιχειρήσεων και τον τρόπο αξιοποίησης των αποτελεσμάτων της, όσο και με τις διαθέσιμες μεθόδους αποτίμησης. Η αποτίμηση της αξίας της επιχείρησης ωστόσο δεν περιορίζεται στα στενά όρια της βιβλιογραφικής μελέτης αλλά κυρίως αφορά τις ίδιες τις επιχειρήσεις μέσω της πρακτικής της εφαρμογής. Τα στοιχεία, τα οποία προκύπτουν από την αποτίμηση των επιχειρήσεων, συνήθως συντελούν καθοριστικά στον προσδιορισμό της μελλοντικής πορείας της επιχείρησης, της αξίας της και του χαρακτήρα της ως πόλου έλξης επενδύσεων.

Αποτιμώντας την αξία των επιχειρήσεων λαμβάνεται σημαντική πληροφόρηση η οποία είναι απαραίτητη για τον καθορισμό αποφάσεων που αφορούν τη μελλοντική προοπτική της επιχείρησης και των επενδυτικών της σχεδίων. Με την αποτίμηση ουσιαστικά αποτιμώνται σε παρόντα χρόνο τα όποια μελλοντικά αποτελέσματα αποφάσεων της διοίκησης. Ειδικότερα, η αποτίμηση εξαρτάται από τις προβλέψεις και τις όποιες αβεβαιότητες εμπεριέχονται σε αυτές. Ως εκ τούτου, κατά την αποτίμηση είναι ιδιαίτερα σημαντικό να αξιολογείται το σύνολο των επιμέρους παραγόντων που σχετίζονται με την πορεία της, όπως το ανθρώπινο δυναμικό, η χρηματοδότηση κλπ.

Λόγο των αλληπάλληλων αλλαγών που λαμβάνουν χώρα στο οικονομικό περιβάλλον, οι επιχειρήσεις ουσιαστικά «υποχρεώνονται» να γνωρίζουν οποιαδήποτε στιγμή την αξία τους. Αυτό καθίσταται δυνατόν μέσω της διαδικασίας αποτίμησης. Η παρούσα πτυχιακή εργασία έχει ως κύριο στόχο να παραθέσει αναλυτικά στοιχεία που σχετίζονται με την αποτίμηση των επιχειρήσεων και να αναφερθεί στο ρόλο της στη σύσταση επιχειρηματικών σχεδίων σε θεωρητικό επίπεδο. Παράλληλα, μέσω της ανάπτυξης πρακτικών εφαρμογών στο Microsoft Excel αποσαφηνίζεται ο τρόπος λειτουργίας της εκάστοτε μεθόδου αποτίμησης. Μέσω της περιγραφής των σημαντικότερων μεθόδων αποτίμησης παρατίθεται χρήσιμη πληροφόρηση τόσο για τη σημασία της εκάστοτε μεθόδου όσο και για τις συνθήκες υπό τις οποίες δύναται να εφαρμοστεί.

Στο πλαίσιο της επίτευξης του σκοπού της παρούσας εργασίας, διαχωρίστηκαν τα θεωρητικά και τα πρακτικά στοιχεία, προκειμένου να αποσαφηνιστούν πλήρως από τον αναγνώστη οι εν λόγω έννοιες. Πιο αναλυτικά, στο 1<sup>ο</sup> κεφάλαιο παρατίθενται έννοιες που αφορούν την αξία των επιχειρήσεων, την επένδυση και τις μεθόδους αξιολόγησης. Στο 2<sup>ο</sup> κεφάλαιο, παρατίθενται αναλυτικά τα θεωρητικά στοιχεία της αποτίμησης, όπως επίσης και τα στοιχεία των σημαντικότερων μεθόδων της (ιστορικού πραγματικού κόστους, τρέχουσων αξιών, ταμειακών ροών κλπ), ενώ στο 3<sup>ο</sup> κεφάλαιο γίνεται αναλυτική περιγραφή της εκάστοτε μεθόδου. Τέλος, το 4<sup>ο</sup> κεφάλαιο περιέχει τη πρακτική εφαρμογή των κύριων μεθόδων αποτίμησης

χρησιμοποιώντας το Microsoft Excel, για τη πλήρη κατανόηση των θεωρητικών δεδομένων.

Η αποτίμηση της αξίας της επιχείρησης είναι κρίσιμη, δεδομένου ότι παρέχει σημαντική πληροφόρηση σε οικονομικό επίπεδο, ενώ παράλληλα συντελεί στον ακριβή καθορισμό των συνθηκών βάση των οποίων θα ληφθούν οι εκάστοτε επενδυτικές αποφάσεις. Η ακρίβεια των επενδυτικών σχεδίων εξασφαλίζεται με την αποτίμηση της αξίας της επιχείρησης. Επιπρόσθετα, πρέπει να τονιστεί ότι η αποτίμηση δεν αποτελεί μόνο μία οικονομική απεικόνιση της αξίας των επιχειρήσεων κατά τη διάρκεια μιας συγκεκριμένης χρονικής περιόδου αλλά συμπεριλαμβάνει και τον αντίκτυπο που προκαλούν οι αποφάσεις, οι οποίες ελήφθησαν κατά το παρελθόν. Συνεπώς, είναι σημαντική τόσο η αναγνώριση της αξίας και της συμβολής της αποτίμησης όσο και η εφαρμογή της σε όσο το δυνατόν περισσότερες επιχειρήσεις για εξασφάλιση μίας πιο ακριβούς εικόνας των επιχειρήσεων.

## **Κεφάλαιο 1: Αξία Επιχειρήσεων και Επενδύσεις**

## 1.1. Η αξία των επιχειρήσεων

Ο προσδιορισμός της αξίας των επιχειρήσεων συγκροτείται από πολυάριθμα περιουσιακά στοιχεία, που συνδυάζονται μεταξύ τους έτσι ώστε να επιτυγχάνεται αφενός η μέγιστη παραγωγικότητα από την εκμετάλλευσή τους και αφετέρου η αυξημένη αποδοτικότητα των κεφαλαίων που δαπανώνται. Από τα προαναφερθέντα καθίσταται σαφές ότι ο προσδιορισμός της αξίας συνιστά μια περίπλοκη διαδικασία. Όλα τα περιουσιακά στοιχεία μπορούν να προσδιοριστούν ως μία οντότητα η οποία έχει συνεχή λειτουργία και συντελεί στη δημιουργία συγκεκριμένης οικονομικής αξίας. Η συγκεκριμένη αξία δεν περιλαμβάνει μόνο το άθροισμα της αξίας των στοιχείων που συγκροτούν την επιχείρηση αλλά παράλληλα αφορά και το σύνολο των δυνατοτήτων που έχει στο να δημιουργεί εισόδημα είτε μέσω της παραγωγής αγαθών είτε μέσω της προσφοράς υπηρεσιών. Στην ουσία, η αξία της επιχείρησης όντας μονάδα με οικονομική βάση περιλαμβάνει τη δυνατότητα που έχει να χρησιμοποιεί τα διαθέσιμα περιουσιακά στοιχεία για τη δημιουργία εσόδων.<sup>1</sup>

Η αύξηση της αξίας των επιχειρήσεων επιτυγχάνεται συνδυάζοντας την αξία των περιουσιακών τους στοιχείων με την καταλληλότερη αξιοποίηση και εκμετάλλευσή τους. Πέρα από την πώληση των επιμέρους στοιχείων που τη συγκροτούν, η αξία της επιχείρησης καθορίζεται και από τις ενέργειές της. Ο καθορισμός της αξίας της επιχείρησης ως δρώσας οικονομικής οντότητας συντελείται από το μέγεθος των προσβλεπόμενων κερδών, που προσδιορίζονται λαμβάνοντας υπόψη τόσο τη συγκρότηση όσο και τη διαχρονική της διάρθρωση στο χρόνο που εκτιμάται η αξία της.<sup>2</sup>

Η διαδικασία κατά την οποία αξιολογείται και προσδιορίζεται η αξία της επιχείρησης πραγματοποιείται είτε λαμβάνοντας υπόψη την καθαρή πραγματική της θέση και τα προβλεπόμενα μελλοντικά της κέρδη, είτε με βάση την αξία ρευστοποίησης των περιουσιακών της στοιχείων. Όταν η αξία της επιχείρησης εκτιμάται σύμφωνα με την καθαρή πραγματική της θέση και τα προβλεπόμενα μελλοντικά της κέρδη, τα αναμενόμενα μελλοντικά κέρδη της επιχείρησης εξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό από τις προβλέψεις και εκτιμήσεις με αποτέλεσμα η μεθοδολογία να κρίνεται επισφαλής και αβέβαιη. Ως εκ τούτου, κατά την εκτίμηση της αξίας καθίσταται αναγκαία η λήψη πληροφοριών όπως η αξία ρευστοποίησης των μη λειτουργικών περιουσιακών στοιχείων ή η πραγματική καθαρή θέση της επιχείρησης και τα μελλοντικά προβλεπόμενα κέρδη. Ο προσδιορισμός της αξίας σύμφωνα με την αξία ρευστοποίησης των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης προκύπτει από την αποτίμηση των στοιχείων ενεργητικού σε τιμές άμεσης ρευστοποίησής τους μετά από την αφαίρεση των υποχρεώσεων προς τρίτους και των προβλέψεων.<sup>3</sup>

---

<sup>1</sup>Γεωργιάδης 2006

<sup>2</sup>Στάλιας 1995

<sup>3</sup>Σακέλλης 2001

*Σχήμα 1.1: Στοιχεία σύνθεσης αξίας επιχείρησης*



Πηγή: Ιδία επεξεργασία, 2015

## **1.2. Κύρια στάδια κατά τη διαδικασία αποτίμησης της αξίας των επιχειρήσεων**

Η αποτίμηση της αξίας των επιχειρήσεων είναι μια πολυσύνθετη διαδικασία η οποία λαμβάνει υπόψη πληθώρα στοιχείων, όπως τα περιουσιακά στοιχεία, τα κέρδη, οι απαιτήσεις, οι υποχρεώσεις κλπ. Ακόμη, για την αποτίμηση της αξίας της επιχείρησης εργάζεται πληθώρα ατόμων, συμπεριλαμβανομένου του οικονομικού αναλυτή, του επιχειρηματία, του προσωπικού κλπ, με εξέχοντα τον εμπειρογνώμονα εκτιμητή. Η διαδικασία

εκτίμησης της αξίας μιας επιχείρησης απαρτίζεται από συγκεκριμένα στάδια. Ειδικότερα, τα στάδια αυτά αναλύονται ως εξής:<sup>1</sup>

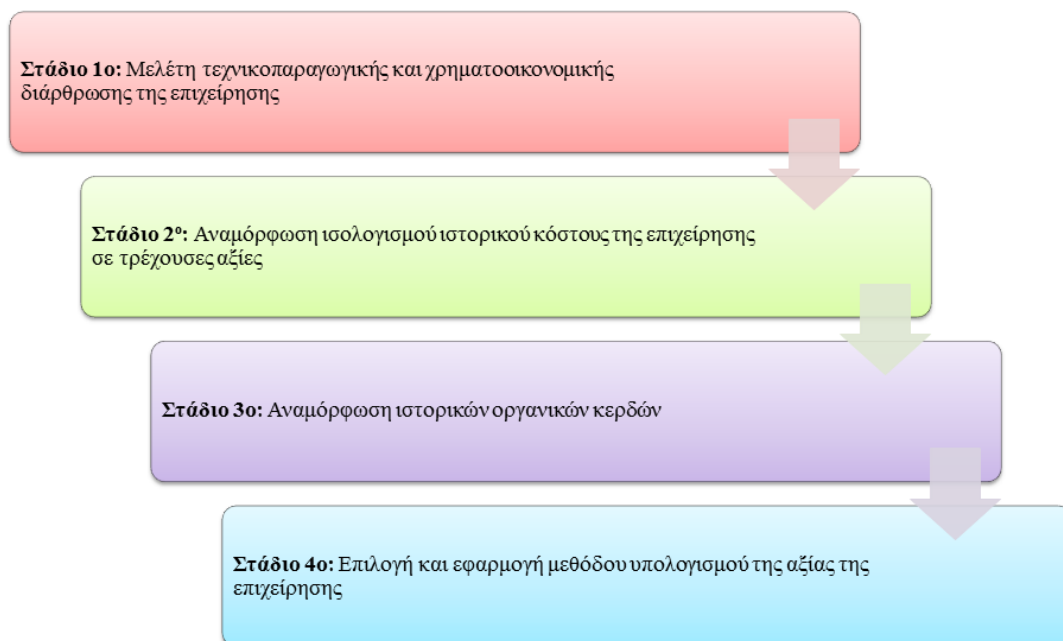
1<sup>ο</sup> Στάδιο: Μελέτη της τεχνικοπαραγωγικής και χρηματοοικονομικής διάρθρωσης. Κατά το συγκεκριμένο στάδιο καθορίζονται τα πλαίσια λειτουργίας της επιχείρησης ως προς το ευρύτερο οικονομικό περιβάλλον.

2<sup>ο</sup> Στάδιο: Αναμόρφωση του ισολογισμού ιστορικού κόστους της επιχείρησης σε τρέχουσες αξίες. Με την αναμόρφωση του ισολογισμού ιστορικού κόστους σε τρέχουσες αξίες εντοπίζεται η πραγματική καθαρή παρουσία της επιχείρησης.

3<sup>ο</sup> Στάδιο: Αναμόρφωση των ιστορικών οργανικών κερδών της επιχείρησης. Ειδικότερα, γίνεται εκτίμηση των μελλοντικών κερδών της επιχείρησης, λαμβάνοντας υπόψη τα στοιχεία των λογαριασμών που παρατίθενται τα αποτελέσματα των τελευταίων χρήσεων.

4<sup>ο</sup> Στάδιο: Επιλογή και εφαρμογή της καταλληλότερης μεθόδου υπολογισμού της αξίας της επιχείρησης.

*Σχήμα 1. 2: Κύρια στάδια κατά τη διαδικασία εκτίμησης αξίας της επιχείρησης*



Πηγή: Ιδία επεξεργασία, 2015

### 1.3. Αρχές εκτίμησης αξίας των επιχειρήσεων

<sup>1</sup>Μέργος 2007, Σακέλλης 2001

Η μεθοδολογία της εκτίμησης της αξίας της επιχείρησης επηρεάζεται καθοριστικά από την τήρηση ορισμένων βασικών αρχών από την μεριά του εμπειρογνώμονα εκτιμητή. Τα κύρια σημεία στα οποία εστιάζονται οι προαναφερθείσες βασικές αρχές είναι τα ακόλουθα:<sup>1</sup>

- 1) Εκτίμηση συνόλου οικονομικής μονάδας. Για να εκτιμηθεί η αξία δεν θα πρέπει να αθροίζεται μόνο η αξία των επιμέρους μεταβλητών, αλλά και να υπολογίζονται στο σύνολο τους τα επιμέρους στοιχεία.
- 2) Εκτίμηση της αξίας σύμφωνα με τις προσδοκίες. Για την εκτίμηση της αξίας θα πρέπει πάντοτε να συνυπολογίζονται στοιχεία όπως οι προσδοκίες, τα μελλοντικά κέρδη που αναμένονται και οι χρηματικές ροές, ενώ τα παρελθόντα οικονομικά στοιχεία δρουν υποστηρικτικά.
- 3) Διαμόρφωση παραδοχών εκτίμησης της επιχείρησης που να είναι σαφώς ορισμένες. Οι παραδοχές εκτίμησης της αξίας οφείλουν να είναι μη αμφισβητήσιμες και κοινώς αποδεκτές, ενώ ταυτόχρονα πρέπει να αντικατοπτρίζουν πραγματικά στοιχεία.
- 4) Άμεση διανομή των μελλοντικών κερδών. Ο αγοραστής θα πρέπει να έχει στη διάθεσή του ανά πάσα στιγμή τόσο τα διαθέσιμα κέρδη όσο και τυχόν αναμενόμενα.
- 5) Ευρεία ανάλυση στοιχείων οικονομικών λογαριασμών. Η πορεία συγκεκριμένων οικονομικών δεδομένων του παρελθόντος θα πρέπει να είναι γνωστή από τον αποδέκτη της εκτίμησης της αξίας της επιχείρησης. Ακόμα, γίνεται αποδεκτό να παραβλεφθούν συγκεκριμένα οικονομικά δεδομένα που αφορούν το παρελθόν μόνο σε περίπτωση που δεν εμφανίζουν σχέση με το μέλλον. Τέλος, θα πρέπει να αναφέρονται με λεπτομέρεια τυχόν αποκλίσεις ή σημαντικές διαφοροποιήσεις.
- 6) Πλεονεκτήματα του αγοραστή δεν λαμβάνονται υπόψη. Η εκτίμηση αξίας θα πρέπει να πραγματοποιείται χωρίς τις τυχόν ωφέλειες από την πλευρά του αγοραστή, ενώ αν τυχόν συνυπολογίζονται πρέπει να αναφέρεται στην τελική έκθεση.
- 7) Εκτίμηση των αλλαγών διαχείρισης. Ο εκτιμητής οφείλει να συμπεριλάβει στην εκτίμησή του το πώς θα επηρεάσουν τη μελλοντική πορεία της επιχείρησης τυχόν αλλαγές στη διοίκηση.
- 8) Αποτίμηση των λειτουργικών καθαρών στοιχείων. Στην εκτίμηση της αξίας θα πρέπει οπωσδήποτε να λαμβάνεται υπόψη και η τρέχουσα αξία των λειτουργικών στοιχείων του ενεργητικού, ενώ η τρέχουσα καθαρή θέση της επιχείρησης συνιστά κρίσιμο στοιχείο της αξιολόγησης.

---

<sup>1</sup>Matschke et al 2010, Αρτίκης 2002, Σακέλλης 2001



- 9) Διαφύλαξη της ακεραιότητας της καθαρής αξίας του ενεργητικού. Για την εκτίμηση μελλοντικών κερδών, καθαρών χρηματικών ροών ή διανομών, θα πρέπει να εξασφαλίζεται η σταθερότητα των λειτουργικών στοιχείων.
- 10) Ξεχωριστή αποτίμηση των μη λειτουργικών στοιχείων. Τα μη λειτουργικά στοιχεία θα πρέπει να αποτιμώνται ξεχωριστά δεδομένου ότι δεν συνιστούν βασική προϋπόθεση λειτουργίας της επιχείρησης.
- 11) Καθορισμός ως κατώτατου ορίου αξίας της επιχείρησης εκείνο της καθαρής ρευστοποιήσιμης αξίας. Ο εκτιμητής πρέπει να ορίζει ως κατώτατο όριο αξίας την καθαρή ρευστοποιήσιμη αξία. Στην περίπτωση όμως που η επιχείρηση κρίνεται μη αποδοτική, η εκτίμηση αξίας πρέπει να έχει το χαρακτήρα αναβαλλόμενης αξίας ρευστοποίησης της επιχείρησης.
- 12) Πληρότητα της έκθεσης εκτίμησης. Οι κατευθύνσεις, οι παραδοχές και η εκτίμηση της αξίας επιχειρήσεως, οφείλουν να αναφέρονται στην τελική έκθεση.

## 1.4. Μέθοδοι αξιολόγησης των επενδύσεων

Εκτός από τις όποιες εκτιμήσεις, ένα στοιχείο με μεγάλη σημασία για την αξία μιας επιχείρησης συνιστούν και οι όποιες επενδύσεις. Οι πιο σημαντικές μέθοδοι που διατίθενται για την αξιολόγηση των επενδύσεων είναι οι ακόλουθες:<sup>1</sup>

- 1) Η Μέθοδος Περιόδου Είσπραξης Κεφαλαίου (Π.Ε.Κ.). Η μέθοδος της περιόδου είσπραξης κεφαλαίου (cash payback method) ή αλλιώς περίοδος αποπληρωμής, βασίζεται στην αρχή υπολογισμού του χρόνου που είναι απαραίτητος για την ανάκτηση του συνόλου των αρχικά επενδεδυμένων κεφαλαίων. Η συγκεκριμένη μέθοδος προτείνεται για την αξιολόγηση ενός μοναδικού επενδυτικού σχεδίου, στην περίπτωση που προκύπτει κάποιο ζήτημα επιλογής μεταξύ δύο εναλλακτικών σχεδίων που είναι αμοιβαίως αποκλειόμενα. Η εν λόγω μέθοδος πλεονεκτεί ως προς τη ταχύτητα και την απλότητα εφαρμογής της καθώς δεν απαιτεί πρόβλεψη χρηματοροών για όλη τη διάρκεια ζωής του επενδυτικού σχεδίου.
- 2) Η Μέθοδος Μέσης Λογιστικής Απόδοσης (Μ.Λ.Α.). Στοιχείο εφαρμογής της συγκεκριμένης μεθόδου αποτελεί η απόδοση του απασχολούμενου κεφαλαίου (return on capital employed).

---

<sup>1</sup>Αρτίκης 1996, Στάλιας 1995, Αλεξανδρίδης 2005

Διαφορετικές πρακτικές ακολουθούνται για τον υπολογισμό της, με πιο βασική εκείνη της διαίρεσης του λογιστικού κέρδους, το οποίο δημιουργείται στην επιχείρηση από ένα επενδυτικό σχέδιο, προς τη μέση απαιτούμενη κεφαλαιακή δαπάνη. Η προαναφερθείσα μέθοδος (Μ.Λ.Α.) χρησιμοποιείται εντόνως από τις επιχειρήσεις προκειμένου να απεικονιστεί με κοινό τρόπο η αξία μιας επένδυσης στο σύνολο των επενδυτών.

- 3) Η Μέθοδος της Καθαρής Παρούσας Αξίας (Κ.Π.Α.). Αυτή η μέθοδος επιστρέφει την παρούσα αξία των προσδοκώμενων ταμειακών ροών(με τους φόρους), έχοντας προεξοφληθεί με το κόστος του κεφαλαίου της επένδυσης (αφαίρεση του κόστους της αρχικής δαπάνης του επενδυτικού σχεδίου). Για απουσία προεξόφλησης αναφορικά με τις χρηματοροές επιλέγεται αξιολόγηση της επένδυσης με τη μέθοδο Κ.Π.Α. Για να θεωρηθεί αποδεκτό ένα επενδυτικό σχέδιο με τη μέθοδο Κ.Π.Α. θα πρέπει η καθαρή παρούσα αξία που προκύπτει να έχει θετικές τιμές, ειδάλλως απορρίπτεται.
- 4) Η Μέθοδος Προεξοφλημένης Περιόδου Είσπραξης Κεφαλαίου (Π.Π.Ε.Κ.). Η συγκεκριμένη μέθοδος συνιστά μια ρεαλιστική επέκταση της απλής μεθόδου περιόδου είσπραξης του αρχικού κεφαλαίου. Το σημείο διαφοροποίησης τους είναι η περίοδος των ετών ώσπου η παρούσα αξία της αρχικής δαπάνης να εξισωθεί με το άθροισμα των χρηματοροών που προεξοφλούνται στο κόστος του κεφαλαίου. Διαφέρει με τη μέθοδο Περιόδου Είσπραξης Κεφαλαίου (Π.Ε.Κ.) στο ότι χρησιμοποιείται κατάλληλη προεξόφληση στον υπολογισμό της παρούσας αξίας, ενώ στη συνέχεια υπολογίζεται ο απαιτούμενος χρόνος για την εξίσωση της αρχικής επένδυσης.
- 5) Η Μέθοδος Εσωτερικού Συντελεστή Απόδοσης (Ε.Σ.Α.). Αυτή η μέθοδος ουσιαστικά συνιστά μια διαδικασία αξιολόγησης της επένδυσης η οποία έχει ως σκοπό της την εύρεση του κατάλληλου προεξοφλητικού επιτοκίου, με το οποίο θα καταφέρουν να εξισωθούν οι παρόντες αξίες των καθαρών μελλοντικών χρηματοροών με το αρχικό κόστος της επένδυσης.

## **1.5. Οι μορφές των επενδύσεων**

Ο εκτιμητής καλείται να διαλέξει την αρμόζουσα μέθοδο αξιολόγησης, όμως η αναζήτηση του για την βέλτιστη επιλογή θα τον απασχολήσει σαν δευτερεύων ζήτημα. Το πιο σημαντικό στοιχείο των επενδυτικών αποφάσεων είναι η προσεκτική ανάλυση των όποιων πλεονεκτημάτων και μειονεκτημάτων, όπως επίσης και η προσαρμογή τους στην μορφή της επένδυσης που επιλέγεται για κάθε περίπτωση. Ο βασικός σκοπός της επιχείρησης είναι η βέλτιστη αξιοποίηση των διαθέσιμων περιουσιακών

πόρων. Η επίτευξη αυτού του σκοπού βασίζεται κυρίως στις εκάστοτε επενδυτικές αποφάσεις. Η λήψη των κατάλληλων επενδυτικών αποφάσεων καθορίζει εν πολλοίς την πορεία της επιχείρησης και ως εκ τούτου πρέπει να υλοποιούνται οι όποιες αναγκαίες τροποποιήσεις με βάση επενδυτικά κριτήρια.<sup>1</sup>

Πριν να πραγματοποιήσει οποιασδήποτε μορφής επένδυση η κάθε επιχείρηση είναι αναγκαίο να αξιολογεί τα οφέλη, τους πιθανούς κινδύνους, όπως επίσης και τις συνθήκες που επικρατούν στη αγορά. Βασικές μορφές επενδύσεων θεωρούνται εκείνες, οι οποίες σχετίζονται με χρηματοοικονομικά προϊόντα (financial instruments) και τίτλους και εκείνες, οι οποίες υλοποιούνται σε πραγματικά περιουσιακά στοιχεία (real assets). Αναλύοντας τα:<sup>2</sup>

- 1) Επενδύσεις χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων. Ο εν λόγω τύπος επένδυσης αφορά μετοχικούς τίτλους, ομολογίες και τραπεζικές καταθέσεις. Μολονότι οι τραπεζικές καταθέσεις προσφέρουν ίσως το πλέον χαμηλό επίπεδο αποδόσεων, συνιστούν μια επένδυση με ασφάλεια. Στις επενδύσεις τραπεζικών καταθέσεων εμπεριέχονται και εκείνες που αφορούν σταθερούς όρους (bank fixed term investments) με ταυτόχρονη χρονική δέσμευσή τους. Η επένδυση σε ομολογίες συνδέεται με ένα συγκεκριμένο κόστος αγοράς με απόδοση επένδυσης προκαθορισμένου επιτοκίου. Η επένδυση στα περισσότερα χρηματοοικονομικά προϊόντα αποσκοπεί σε απόδοση ενός συγκεκριμένου οφέλους, ενώ συνήθως ανταλλάσσονται σε τιμές πολύ κοντά στην παρούσα αξία των μελλοντικών τους καθαρών χρηματοροών.
- 2) Επενδύσεις πραγματικών περιουσιακών στοιχείων. Η επένδυση σε πραγματικά περιουσιακά στοιχεία συνήθως καλείται επενδυτικό σχέδιο (investment project) και συνιστά μια διαφορετική μορφή επένδυσης, η οποία βασίζεται σε κεφαλαιακά περιουσιακά στοιχεία. Η συγκεκριμένη επένδυση διαφέρει ως προς τις ασκούμενες επιδράσεις των αγορών στον τρόπο με τον οποίο γίνεται η διαχείριση των περιουσιακών στοιχείων. Ο αριθμός των πιθανών επενδυτών στις χρηματαγορές είναι σημαντικά υψηλός, επιδρώντας έτσι αυξητικά στον ανταγωνισμό. Αυτό έρχεται σε αντιδιαστολή με τις επενδύσεις σε πραγματικά περιουσιακά στοιχεία όπου ο αριθμός των επενδυτών είναι σαφώς μικρότερος περιορίζοντας έτσι και το επίπεδο ανταγωνισμού.

Συμπερασματικά, η επένδυση σε πραγματικά περιουσιακά στοιχεία προσφέρει στην επιχείρηση την απόκτηση σημαντικών πλεονεκτημάτων και τη δυνατότητα εκμετάλλευσης επενδυτικών σχεδίων. Η τελική μορφή των επενδύσεων που θα επιλέξει η εκάστοτε επιχείρηση εξαρτάται από τη διαθεσιμότητα και την τελική επιλογή της κεφαλαιακής χρηματοδότησης.

---

<sup>1</sup>Μπούμης 1979

<sup>2</sup>Ξανθάκης & Αλεξάκης 2006, Καραθανάσης 1991

Έτσι, παρέχεται ευχέρεια στην αξιολόγηση ωφελειών και κόστους των επενδυτικών σχεδίων.<sup>1</sup>

## 1.6. Κριτήρια αξιολόγησης των επενδύσεων

Η εκάστοτε επενδυτική κίνηση μίας επιχείρησης θα πρέπει, πριν να υλοποιηθεί, να αξιολογηθεί επαρκώς λαμβάνοντας υπόψη ορισμένα κριτήρια. Η αξιολόγηση της επένδυσης με βάση τα προαναφερθέντα κριτήρια είναι ιδιαίτερως σημαντική, ενώ πρέπει να τονιστεί πως διαφοροποιείται, ώστε να προσαρμόζεται ανάλογα με τις απαιτήσεις της επιχείρησης και το επενδυτικό σχέδιο. Προκειμένου να διαμορφώνεται μια γενική εικόνα της επένδυσης, υφίστανται ορισμένα τυποποιημένα κριτήρια αξιολόγησης των επενδύσεων και των διαχειριστικών διαδικασιών. Πιο αναλυτικά, τα κυριότερα κριτήρια αξιολόγησης των επενδύσεων είναι τα ακόλουθα:<sup>2</sup>

- 1) Το μέγεθος της επένδυσης. Για να μπορέσει να υλοποιηθεί η οποιαδήποτε επένδυση είναι απαραίτητο να καθοριστεί η δυνατότητα της εύρεσης και της εξασφάλισης ικανών κεφαλαίων αλλά και χρηματοδοτικών πόρων. Για αυτόν το λόγο το κριτήριο του καθορισμού του μεγέθους μίας επένδυσης είναι σημαντικότατο. Σε πολλές επιχειρήσεις οι κεφαλαιακές δαπάνες περιορίζονται σε ένα ανώτατο προκαθορισμένο ποσό, που όμως δύναται να αναπροσαρμόζεται κατά την υλοποίηση της επένδυσης.
- 2) Η εκτίμηση του κινδύνου της επένδυσης. Η αξιολόγηση τόσο των κινδύνων επένδυσης όσο και γενικότερα των όποιων οικονομικών κινδύνων συνιστούν βασικό κριτήριο αξιολόγησης. Ο κίνδυνος των επενδύσεων δύναται να αυξηθεί σημαντικά στην περίπτωση επενδύσεων εξωτερικής φύσης, οι οποίες δεν σχετίζονται με τις προϋπάρχουσες επενδυτικές δραστηριότητες.
- 3) Ο στόχος της εκάστοτε επένδυσης. Το εν λόγω κριτήριο είναι βασικό δεδομένου ότι συμβάλλει στο διαχωρισμό των επενδύσεων σε αντικατάστασης, επέκτασης και μεγέθυνσης. Οι αντικατάστασης οι οποίες είναι οι απλούστερες των περιπτώσεων, συνηθέστερα αφορούν την αντικατάσταση παγίων με τον κίνδυνο να είναι σαφώς μικρότερος. Αντίθετα, στις επενδύσεις επέκτασης (αύξηση εξοπλισμού, αριθμού υπαλλήλων, χώρων κλπ) ο κίνδυνος μεγαλώνει ενώ η επένδυση η οποία αφορά τη μεγέθυνση χαρακτηρίζεται ως υψηλού βαθμού κινδύνου και αβεβαιότητας.
- 4) Η υποχρεωτικότητα της επένδυσης. Η περίπτωση επιβολής ή όχι μιας επένδυσης συνιστά κύριο κριτήριο αξιολόγησης, δεδομένου ότι

---

<sup>1</sup>Αλεξανδρίδης 2005

<sup>2</sup>Στάλιας 1995, Κοτζαμάνης 1996, Ξανθάκης & Αλεξάκης 2006

υπάρχουν επενδύσεις, που επιβάλλονται στην επιχείρηση από θεσμικούς κυβερνητικούς κανονισμούς. Ένα τέτοιο παράδειγμα είναι ο εξοπλισμός ελέγχου ρυπογόνων ουσιών, ο οποίος όμως δεν αποφέρει άμεσα οφέλη.

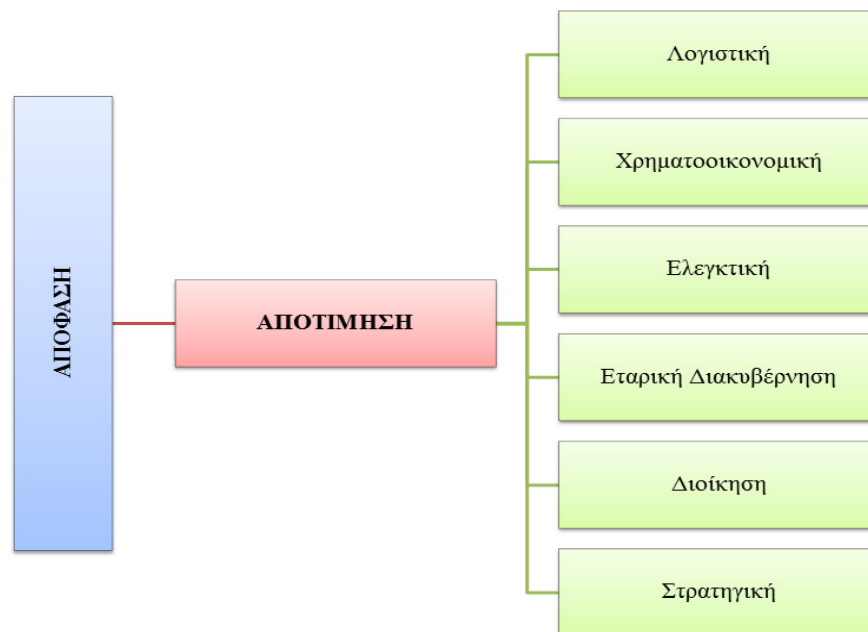
- 5) Ο βαθμός εξάρτησης της επένδυσης. Για την υλοποίηση αλλά και το σχεδιασμό ενός επενδυτικού σχεδίου (προϋπάρχοντος ή μελλοντικού) ο βαθμός εξάρτησης της, επιδρά στην τελική αξιολόγηση της. Η σημασία του εν λόγω κριτηρίου έγκειται στο γεγονός ότι συντελεί στην πρόληψη τυχόν λανθασμένων επιχειρηματικών αποφάσεων επενδύσεων, που μπορεί να είναι κοστοβόρες αλλά κυρίως μη αποδοτικές.

## **Κεφάλαιο 2: Αποτίμηση Επιχειρήσεων**

## 2.1. Εισαγωγή στην αποτίμηση επιχειρήσεων

Η υλοποίηση της αποτίμησης των επιχειρήσεων εξαρτάται από την ύπαρξη και εφαρμογή ορισμένων τεχνικών, οι οποίες ακολουθούν κατά περίπτωση ορισμένες προϋποθέσεις. Αξιοποιώντας τη συστηματική πληροφόρηση και γνώση και διενεργώντας με τον ορθό τρόπο την αποτίμηση, οι χρήστες δύνανται να λάβουν τις εκάστοτε κρίσιμες αποφάσεις. Για την πραγματοποίηση της αποτίμησης, χρησιμοποιούνται βασικές πηγές πληροφόρησης και καταγραφής στοιχείων, όπως η λογιστική, η χρηματοοικονομική, η ελεγκτική, η εταιρική διακυβέρνηση, ο τρόπος διοίκησης και η ακολουθούμενη στρατηγική από την πλευρά της επιχείρησης. Συνδυάζοντας τους παραπάνω παράγοντες οδηγούμαστε στη διενέργεια της αποτίμησης και έπειτα στη λήψη των σχετικών αποφάσεων.<sup>1</sup> Στο σχήμα 2.1 απεικονίζεται συνοπτικά η σχέση των επιμέρους παραγόντων κατά τη διενέργεια αποτίμησης και τελικά τη λήψη της απόφασης.

Σχήμα 2. 1: Στάδια διαδικασίας εκτίμησης αξίας της επιχείρησης



Πηγή: Ιδία επεξεργασία, 2015

Ένα πρωτεύων ζήτημα ώστε να πραγματοποιηθεί η αποτίμηση μιας επιχείρησης είναι να αποσαφηνιστεί η λειτουργία της χρηματοοικονομικής και λογιστικής παρακολούθησης των οικονομικών στοιχείων της. Ωστόσο, ακόμα κι αν τα παραπάνω είναι επαρκώς γνωστά, η αποτίμηση της επιχείρησης δεν είναι μόνο μια απλή καταγραφή δεδομένων. Βασικό στοιχείο προσδιορισμού της αποτιμώμενης αξίας αποτελεί η ύπαρξη κανόνων, τύπων και αλγορίθμων. Παράλληλα, ένα έμπειρο άτομο, το οποίο πραγματοποιεί την αποτίμηση, σε συνδυασμό με τα ανωτέρω, αποτελούν τα ιδανικότερα στοιχεία για τον

<sup>1</sup>Matschke et al 2010

ακριβέστερο προσδιορισμό της αξίας της επιχείρησης. Αντίθετα, η έλλειψη της εμπειρίας οδηγεί στην ελλιπή αξιοποίηση των δυνατοτήτων που προσφέρονται από τις μεθόδους αποτίμησης, οι οποίες αναλύονται λεπτομερέστερα στη συνέχεια.<sup>1</sup>

Το κύριο ερώτημα όσον αφορά την έννοια της αποτίμησης είναι σε ποιο βαθμό συνιστά ουσιαστικά μια απλή καταγραφή στοιχείων ή μια πρόβλεψη. Οι απαντήσεις που υπάρχουν για το συγκεκριμένο ερώτημα δεν είναι σαφείς, δεδομένου ότι άλλοτε χρησιμοποιείται για καταγραφές μέσω οικονομικών και λογιστικών δεδομένων και άλλοτε ως πρόβλεψη της εξέλιξης των οικονομικών στοιχείων και της αξίας της επιχείρησης. Ως εκ τούτου, η αποτίμηση συνιστά μια διαδικασία, η οποία δύναται να λάβει χαρακτήρα καταγραφής ή πρόβλεψης ανάλογα με τη χρήση της.<sup>2</sup>

Η υλοποίηση της αποτίμησης πραγματοποιείται από το μελετητή, που έχει στη διάθεσή του μια σειρά μεθόδων και επιλέγει κάθε φορά την πλέον κατάλληλη. Η επιλογή της μεθόδου γίνεται αξιολογώντας στοιχεία, όπως τα διαθέσιμα οικονομικά δεδομένα, τη μορφή και το μέγεθος της επιχείρησης, τη θέση της στην αγορά κλπ. Οι μέθοδοι αποτίμησης, οι οποίες χρησιμοποιούνται συχνότερα είναι οι ακόλουθες:<sup>3</sup>

- 1) Καθαρής περιουσιακής θέσης
- 2) Κεφαλαιοποιημένων οργανικών κερδών
- 3) Ταμειακών ροών
- 4) Καθαρής περιουσιακής θέσης προσαυξημένης με την κεφαλαιοποιημένη υπερπρόσοδο των τελευταίων ή των επόμενων 5 ετών
- 5) Συγκριτικής ανάλυσης εισηγμένων εταιριών και χρήσης δεικτών κεφαλαιαγοράς
- 6) Χρηματιστηριακής τιμής
- 7) Συγκριτικών συναλλαγών
- 8) Προστιθέμενης αξίας

## 2.2. Οι χρήστες της αποτίμησης

Η αποτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης έχει να κάνει τόσο με το σκοπό για τον οποίο υλοποιείται όσο και με τον ενδιαφερόμενο στον οποίο απευθύνεται. Εκτενέστερα, η ενημέρωση των επενδυτών, των οικονομικών αναλυτών των διευθυντών και άλλων ενδιαφερόμενων μερών όπως και ο έλεγχος των οικονομικών στοιχείων της επιχείρησης από εσωτερικό ή

---

<sup>1</sup>Jay 2010

<sup>2</sup>Gate2Growth 2002

<sup>3</sup>Σακέλλης 2001, Hitchner 2003



εξωτερικό ελεγκτή είναι μια από τις κυριότερες αιτίες για να πραγματοποιηθεί μια αποτίμηση.

Ακόμη, η αποτίμηση έχει ως σκοπό να πληροφορήσει τους μετόχους, τους πιθανούς αγοραστές μιας επιχείρησης, η οποία είναι προς πώληση, την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, άλλα ενδιαφερόμενα μέρη (stakeholders), όπως επίσης και το οικονομικό τμήμα, που επιθυμεί πληροφόρηση σε σχέση με την πορεία εξέλιξης συγκεκριμένων μεγεθών.<sup>1</sup> Η επιλογή της καταλληλότερης μεθόδου αποτίμησης πραγματοποιείται αφενός με βάση την αιτία διενέργειας της αποτίμησης και αφετέρου με βάση το ενδιαφερόμενο μέρος. Πιο συγκεκριμένα, η μέθοδος της Καθαρής Περιουσιακής Θέσης χρησιμοποιείται για την περίπτωση των ορκωτών ελεγκτών – λογιστών, μετόχων, θεσμικών και λοιπών επενδυτών, οικονομικών αναλυτών, της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, συμβούλων και αναδόχων έκδοσης, διευθυντών. Αντίθετα, η μέθοδος αποτίμησης των Κεφαλαιοποιημένων Οργανικών Κερδών προτιμάται για την πληροφόρηση των μετόχων, των θεσμικών και λοιπών επενδυτών, καθότι δεν είναι κατάλληλη για την πληροφόρηση των υπολοίπων ενδιαφερόμενων μερών.

Συνεπώς, πριν την επιλογή της μεθόδου, ο μελετητής, ο οποίος πρόκειται να διενεργήσει την αποτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης, πρέπει να λάβει υπόψη του τον τελικό ενδιαφερόμενο, προκειμένου να καταλήξει στην καταλληλότερη μέθοδο.<sup>2</sup>

Ο πίνακας 2.1 που ακολουθεί, εμφανίζει την καταλληλότητα της εκάστοτε μεθόδου αποτίμησης συναρτήσει του τελικού χρήστη – ενδιαφερόμενου.

---

<sup>1</sup>Σακέλλης 2001, Matschke et al 2010

<sup>2</sup>Σφαρνάς 1993, Mercer & Travis 2008

**Πίνακας 2. 1:** Χρήστες αποτίμησης ανάλογα με την ακολουθούμενη μέθοδο

Μέθοδος Αποτίμησης	Χρήστες								
	Ορκωτοί ελεγκτές - λογιστές	Μέτοχοι	Θεσμικοί & λοιποί επενδυτές	Οικονομικοί αναλυτές	Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς	Σύμβουλοι & ανάδοχοι έκδοσης	Άλλοι stakeholders	Διευθυντές	Εσωτερικοί ελεγκτές
Καθαρή Περιουσιακή Θέση	√	√	√	√	√	√	√	√	
Προεξόφληση Ταμειακών Ροών	√	√	√	√		√	√	√	√
Υπερπρόσοδος	√	√	√			√		√	√
Προστιθέμενη Οικονομική Αξία	√	√	√			√		√	√
Κεφαλαιοποιημένα Οργανικά Κέρδη		√	√						
Συγκριτική Ανάλυση Εισηγμένων Εταιρειών (Δείκτες Κεφαλαιαγοράς)	√	√	√	√	√	√		√	

Χρηματιστηριακή Τιμή, Προεξόφληση μερισμάτων P/E, TRS και Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς	✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓	
Συγκριτικές Συναλλαγές		✓	✓	✓				✓	

Πηγή: Λαζαρίδης 2005

## 2.3. Η δομή της αποτίμησης

Η δομή που ακολουθείται κατά την αποτίμηση της αξίας μια επιχείρησης εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τους στόχους του μελετητή αλλά και το λόγο πραγματοποίησής της. Παρόλο που δεν υπάρχει μία μόνο συγκεκριμένη δομή διαδικασίας αποτίμησης, υπάρχουν κάποιες γενικότερες κατευθύνσεις οι οποίες συντελούν στο να χαρακτηριστεί ως πλήρης μία διαδικασία αποτίμησης. Κατά την αποτίμηση, ο εκάστοτε εκτιμητής θα πρέπει να λαμβάνει υπόψη του ορισμένα στοιχεία, τα οποία έχουν να κάνουν με την πορεία της οικονομίας, τη δομή του κλάδου, όπως επίσης και το επενδυτικό σχέδιο της επιχείρησης κ.ο.κ. Αναλυτικά, τα κυριότερα στοιχεία που πρέπει να συμπεριλαμβάνονται σε μια διαδικασία αποτίμησης είναι τα εξής:<sup>1</sup>

- 1) **Χαρακτηριστικά – προοπτικές κλάδου.** Ο μελετητής οφείλει να λάβει υπόψη του τους ρυθμούς ανάπτυξης του κλάδου τόσο σε τοπικό όσο και σε εθνικό και διεθνές επίπεδο.
- 2) **Ανάλυση της μακροοικονομικής θέσης της επιχείρησης.** Στο συγκεκριμένο σημείο παρατίθενται αναλυτικά πληροφορίες για την οικονομική θέση σε σχέση με την πορεία του Α.Ε.Π., για τον πληθωρισμό, τα επιτόκια, την πιστοληπτική ικανότητα της επιχείρησης.
- 3) **Πληροφόρηση με βάση το Καταστατικό.** Η ενημέρωση η οποία επιτυγχάνεται μέσω του Καταστατικού και αφορά τους μετόχους, τη δομή και την οργάνωση της επιχείρησης, αποτελεί σημαντικό κομμάτι της ανάλυσης κινδύνων, οι οποίοι προκύπτουν κατά την υλοποίηση των επενδυτικών σχεδίων.
- 4) **Παρουσίαση στοιχείων της επιχείρησης.** Ο εκτιμητής χρησιμοποιώντας τις οικονομικές καταστάσεις, όπως επίσης και τα συμπληρωματικά στοιχεία και εκθέσεις, πληροφορείται για τα οικονομικά δεδομένα, τη λογιστική και διαχειριστική οργάνωση, την υποδομή, τον τρόπο διοίκησης, τις θυγατρικές και τις συγγενείς εταιρίες, τους τυχόν φορολογικούς ελέγχους και παρατηρήσεις, τη θέση στον ανταγωνισμό.
- 5) **Επενδυτικό σχέδιο.** Το επενδυτικό σχέδιο της επιχείρησης θα πρέπει να είναι σαφές στον εκτιμητή, καθότι αυτό επιδρά σημαντικά στα οικονομικά της δεδομένα. Ένα επιτυχές ή ένα ανεπιτυχές επενδυτικό σχέδιο διαδραματίζει καθοριστικό ρόλο σε επίπεδο χρηματοοικονομικών στοιχείων, καθότι επηρεάζει συνολικά την αξία της αποτίμησης της εκάστοτε ακολουθούμενης μεθόδου.
- 6) **Χρηματοοικονομική ανάλυση οικονομικής κατάστασης.** Ο εκτιμητής μπορεί να πληροφορηθεί λεπτομερώς για τυχόν προβληματικά σημεία στη λειτουργία της επιχείρησης, αξιοποιώντας

---

<sup>1</sup>Λαζαρίδης 2005, Hitchner 2003, Fernandez 2007, Σφαρνάς 1993

τους αριθμοδείκτες και πραγματοποιώντας οριζόντια και κάθετη ανάλυση στα αποτελέσματα χρήσης και τις ταμειακές ροές.

- 7) **Επιλογή της καταλληλότερης μεθόδου αποτίμησης.** Η πλέον κατάλληλη μέθοδος αποτίμησης επιλέγεται από τον εκτιμητή, ο οποίος λαμβάνει υπόψη αφενός τα ενδιαφερόμενα μέρη και αφετέρου τη θέση της επιχείρησης στον κλάδο και την οικονομική πληροφόρηση.
- 8) **Ανάλυση της αξίας της επιχείρησης βάση σεναρίων.** Κατά την αποτίμηση πρέπει να διαμορφώνονται από τον εκτιμητή σενάρια υπολογισμών, που να είναι αιτιολογημένα με σαφήνεια. Προκειμένου να αιτιολογείται η τελική αξία, τα εύρη αξιών πρέπει να αναφέρονται με λεπτομέρεια σε κάθε σενάριο.
- 9) **Τελικά συμπεράσματα.** Κατά τη διάρκεια αυτού του σταδίου, παρουσιάζονται αναλυτικά από τον εκτιμητή τα τελικά αποτελέσματα και οι ποιοτικές και ποσοτικές πληροφορίες. Οι εν λόγω πληροφορίες αιτιολογούν την αξία αποτίμησης και επιδρούν στην τελική απόφαση.
- 10) **Προσαρτήματα.** Το σύνολο των αναγκαίων συνοδευτικών εγγράφων, τα οποία στηρίζουν την τελική αξία της αποτίμησης θα πρέπει να παρέχονται από τον εκτιμητή μέσω των προσαρτημάτων.

## 2.4. Διάκριση μεθόδων αποτίμησης με βάση τα εργαλεία

Ένα κύριο χαρακτηριστικό της αποτίμησης είναι ότι στηρίζεται στο εκάστοτε επιλεχθέν εργαλείο, δηλαδή τη μέθοδο αποτίμησης. Βάση των τιθέμενων στόχων, ο εκτιμητής ο οποίος έχει στη διάθεσή του μία σειρά μεθόδων αποτίμησης επιλέγει ανάλογα με τη περίπτωση τις καταλληλότερες. Η τελική επιλογή της μεθόδου γίνεται συνεκτιμώντας τα υπάρχοντα οικονομικά στοιχεία, τη θέση της επιχείρησης στον ανταγωνισμό, τον κλάδο δραστηριοποίησής της και τα ενδιαφερόμενα μέρη. Στις ακόλουθες ενότητες αναλύονται οι σημαντικότερες μέθοδοι αποτίμησης. Επιγραμματικά, οι κύριες μέθοδοι αποτίμησης είναι οι ακόλουθες:<sup>1</sup>

- 1) Η μέθοδος ιστορικού πραγματικού κόστους.
- 2) Η μέθοδος τρέχουσων αξιών.
- 3) Οι χρηματιστηριακές μέθοδοι.
- 4) Η μέθοδος των ταμειακών ροών.
- 5) Η μέθοδος των συγκριτικών συναλλαγών.
- 6) Η μέθοδος προστιθέμενης οικονομικής αξίας.
- 7) Η μέθοδος κεφαλαιοποιημένων οργανικών κερδών.
- 8) Η μέθοδος συγκριτικής ανάλυσης εισηγμένων εταιριών και χρήσης δεικτών κεφαλαιαγοράς.

---

<sup>1</sup>Σφαρνάς 1993, Gate2Growth 2002

9) Η μέθοδος κεφαλαιοποίησης υπερπροσόδου.

### **2.4.1. Μέθοδος ιστορικού πραγματικού κόστους**

Η μέθοδος ιστορικού κόστους, η οποία χρησιμοποιείται κατά την αποτίμηση της αξίας της επιχείρησης, βασίζεται σε στοιχεία, τα οποία προκύπτουν από τον Ισολογισμό. Ως εκ τούτου, ο Ισολογισμός συνιστά την κύρια πηγή πληροφόρησης για την υλοποίηση της προαναφερθείσας μεθόδου. Όσον αφορά την καθαρή περιουσιακή θέση, πρέπει να τονιστεί ότι προκύπτει αφαιρώντας από το Ενεργητικό το σύνολο των Υποχρεώσεων και των Προβλέψεων της επιχείρησης.

Η βάση για μία επιτυχή αποτίμηση είναι τα λογιστικά δεδομένα, ενώ η τελική αξία που υπολογίζεται από την εν λόγω μέθοδο δεν δύναται να κυμαίνεται σε επίπεδα χαμηλότερα της αξίας που προκύπτει από τα λογιστικά της δεδομένα.<sup>1</sup>

### **2.4.2. Μέθοδοι τρέχουσων αξιών**

Κατά την αποτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης, διακρίνονται οι ακόλουθες μέθοδοι τρέχουσων αξιών:

- 1) Τρέχοντος κόστους αντικατάστασης (entry value)
- 2) Καθαρής ρευστοποιήσιμης αξίας ή της αξίας εξόδου (exit value).

Η μέθοδος του τρέχοντος κόστους αντικατάστασης στηρίζεται στην υπόθεση της συνεχούς λειτουργίας και παραγωγής της επιχείρησης. Ακόμη, τυχόν επενδύσεις σε πάγια και κυκλοφορούντα στοιχεία ενισχύουν το βασικό σκοπό της, που είναι η εξασφάλιση της συνεχούς λειτουργίας και παραγωγής. Η εν λόγω υπόθεση αυξάνει τη σημασία του κόστους ίδρυσης και λειτουργίας. Παράλληλα, θα πρέπει να δοθεί έμφαση στο ότι η αξία, τουλάχιστον σε λογιστικό επίπεδο, προσδιορίζεται εσωτερικά και όχι από τρίτους φορείς. Ως εκ τούτου, είναι ουσιαστικό ο εκτιμητής να έχει γνώση του κόστους αντικατάστασης των συγκεκριμένων δεδομένων σε επίπεδο Ισολογισμού.<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup>Mercer & Travis 2008

<sup>2</sup>Reilly & Schweih's 2000

Ο υπολογισμός του κόστους αντικατάστασης πραγματοποιείται: είτε σε τρέχουσες τιμές είτε μέσω εύρεσης των τιμών σε ανάλογα στοιχεία κατά την παρούσα χρονική περίοδο. Όταν χρησιμοποιούνται οι τρέχουσες τιμές για τον υπολογισμό του κόστους αντικατάστασης, παρουσιάζονται δυσκολίες ως προς τον προσδιορισμό και την επιλογή του πλέον κατάλληλου δείκτη. Τυχόν απλουστεύσεις δεικτών, όπως του πληθωρισμού, της ανάπτυξης Α.Ε.Π. κ.ο.κ. δεν αποτελούν ενδεδειγμένη επιλογή.

Όταν ο προσδιορισμός γίνεται στα επίπεδα της τρέχουσας αγοράς με βάση υπάρχοντα αντίστοιχα στοιχεία, απαντώνται δυσκολίες στην περίπτωση που δεν υφίστανται τέτοια (ενεργητικού ή παθητικού) με σαφώς καθορισμένο κόστος χρήσης. Από τον υπολογισμό του κόστους αντικατάστασης χρησιμοποιώντας μια από τις προαναφερθείσες επιλογές, προκύπτουν ορισμένα ζητήματα. Ειδικότερα, μειονέκτημα αποτελεί το γεγονός ότι δεν συνεκτιμούνται παραγωγικοί συντελεστές, όπως η επιχειρηματικότητα, οι ικανότητες, η εργασία, οι δεξιότητες, το πελατολόγιο, η πληροφόρηση και το χαρτοφυλάκιο.<sup>1</sup>

Επιπρόσθετα, πρέπει να τονιστεί ότι για την υλοποίηση της μεθόδου καθαρής ρευστοποιήσιμης αξίας ή της αξίας εξόδου, θα πρέπει να υποτεθεί ότι η αξία της ενεργούς αγοράς είναι μεγαλύτερη από το ιστορικό κόστος. Η αξία των επιμέρους στοιχείων (ενεργητικού και παθητικού) προσδιορίζεται από τη σχέση μεταξύ της προσφοράς και της ζήτησης. Με την εν λόγω μέθοδο, η αποτίμηση πραγματοποιείται βασιζόμενη στην καθαρή αξία ρευστοποίησης, που όμως συναντά δυσκολίες κατά τον υπολογισμό, λόγω της επίδρασης διαφόρων παραγόντων. Πιο αναλυτικά, η μεροληπτική στάση του εκτιμητή, ο αυξημένος χρόνος υπολογισμών, η απουσία σαφών δεδομένων αξίας στοιχείων ενεργητικού και παθητικού, η πιθανή ύπαρξη στρεβλώσεων της αγοράς και τυχόν άλλα απροσδιόριστα ποσοτικά και ποιοτικά στοιχεία, δύνανται να επιδράσουν στην τελική καθαρή αξία της ρευστοποίησης.<sup>2</sup>

Παρ' όλες όμως τις δυσκολίες υπολογισμού και της επίδρασης πολλαπλών παραγόντων, η μέθοδος καθαρής ρευστοποιήσιμης αξίας ή αξίας εξόδου παρουσιάζει πλεονέκτημα, καθώς ενισχύει τη διαπραγματευτική δύναμη του πωλητή, ο οποίος δύναται να απαιτήσει κατά την πώληση της επιχείρησης μια ελάχιστη αξία. Το όριο της διαπραγμάτευσης καθορίζεται στο σημείο που δίνεται στο εκάστοτε στοιχείο μία ελάχιστη αξία, ενώ διευκόλυνση παρουσιάζεται στις οικονομικές αναλύσεις όταν υπάρχει σαφής πληροφόρηση της αξίας των επιμέρους στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού.

---

<sup>1</sup>Σφαρνάς 1993

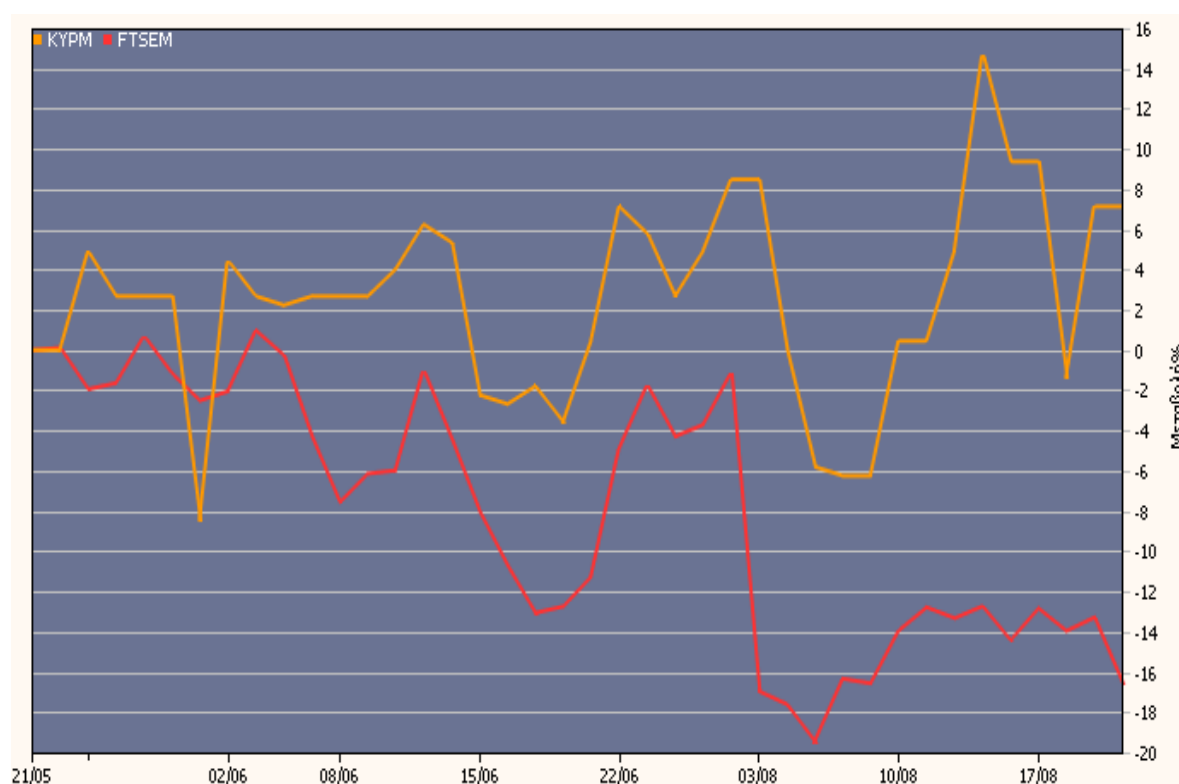
<sup>2</sup>Laro & Pratt 2005

### 2.4.3. Χρηματιστηριακές μέθοδοι

Οι μέθοδοι αποτίμησης, που αξιοποιούν την πληροφόρηση των χρηματιστηριακών δεδομένων είναι οι εξής:<sup>1</sup>

- 1) Μέθοδος προεξόφλησης μελλοντικών μερισμάτων. Οι υπολογισμοί της συγκεκριμένης μεθόδου βασίζονται στην υπόθεση ότι οι μέτοχοι ή μια εταιρεία συμμετοχών λαμβάνουν υπόψη το εισόδημα που εισπράχθηκε ή θα εισπραχθεί από τη διανομή των μερισμάτων, προκειμένου να υπολογίσουν την αξία αποτίμησης. Τα μερίσματα δύνανται να παρουσιάσουν μηδενική, σταθερή ή ελάχιστη αύξηση σε σχέση με την απόδοσή τους. Ένα μειονέκτημα που προκύπτει από τη συγκεκριμένη μέθοδο είναι το γεγονός ότι η διανομή ή όχι μερισμάτων γίνεται με βάση τις αποφάσεις της Γενικής Συνέλευσης. Ακόμη, δεν λαμβάνεται υπόψη τυχόν υπεραξία από την αύξηση της μετοχικής τιμής, από την οποία ο επενδυτής θα μπορούσε να αποκομίσει οφέλη. Θα πρέπει να θεωρείται δεδομένη η αλληλεξάρτηση της πορείας της μετοχικής τιμής από διανομή ή όχι του μερίσματος.

Σχήμα 2. 2: Θετική ώθηση τιμών μετοχής



Πηγή: <http://www.euro2day.gr/ekivolos/article-blog-ekivolos/1355640/estiazontas-kai-sta-mesaia.html>

<sup>1</sup>Νιάρχου 1999, Πρωτοψάλτης 2008, Laro & Pratt 2005, Λαζαρίδης 2005



Σχήμα 2. 3: Αρνητική ώθηση τιμών μετοχής



Πηγή: [http://www.euro2day.gr/ase/market\\_comment/article-market/1379954/hrhmatisthrio-evdomadiaia-ptosh-40-ston-trapezik.html](http://www.euro2day.gr/ase/market_comment/article-market/1379954/hrhmatisthrio-evdomadiaia-ptosh-40-ston-trapezik.html)

- 2) Μέθοδος P/E – EPS. Η επιλογή αυτής της μεθόδου γίνεται με βάση τη δυνατότητα σύγκρισης ομοειδών επιχειρήσεων. Λόγω των αυξημένων δυνατοτήτων συγκρισιμότητας των στατιστικών στοιχείων επιλέγεται συνήθως από οικονομικούς αναλυτές διευθυντές και επενδυτές. Το κύριο μειονέκτημα της εν λόγω μεθόδου είναι η προσθήκη των έκτακτων εσόδων και εξόδων στα κέρδη.
- 3) Μέθοδος Συνολικής Απόδοσης Μετόχου (TRS). Η μέθοδος Συνολικής Απόδοσης Μετόχου (TRS) πραγματοποιείται με βάση τη συνολική αξία των μετοχών που κατέχει ένας επενδυτής, δηλαδή τη τρέχουσα αξία συν την αξία τυχόν μελλοντικών μερισμάτων. Για την εύρεση της τελικής αποτιμώμενης αξίας καθοριστικό ρόλο αποτελούν οι εκάστοτε προσδοκίες της πορείας των μετοχών, οι οποιεσδήποτε στρεβλώσεις της αγοράς αλλά και η διανομή ή όχι μερίσματος.
- 4) Μέθοδος Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς. Αυτή η μέθοδος συνδυάζει τις εκτιμήσεις και τα αποτελέσματα τόσο της μεθόδου της Καθαρής Περιουσιακής Θέσης όσο και της μεθόδου Οργανικών Κερδών, επιτυγχάνοντας έτσι τη χρησιμοποίηση χρηματοοικονομικών αλλά και λογιστικών δεδομένων κατά την αποτίμηση.

#### 2.4.4. Μέθοδος ταμειακών ροών

Η μέθοδος των ταμειακών ροών χρησιμοποιήθηκε πρώτη φορά για την αποτίμηση τη δεκαετία του 1970. Παρόλο που έχουν παρουσιαστεί πολλές παραλλαγές, η συνηθέστερα χρησιμοποιούμενη είναι του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου. Η μέθοδος αποτίμησης μέσω της χρήσης των ταμειακών ροών, αναγνωρίζεται από τη χρηματοοικονομική επιστήμη καθώς πραγματοποιείται βασιζόμενη σε πρόβλεψη μελλοντικών ταμειακών ροών ανάγοντάς τις σε παρούσα αξία. Τις περισσότερες φορές, το τελικό αποτέλεσμα δίνεται σε εκ. ή χιλ. € με την ακρίβειά του να βασίζεται στις υποθέσεις μελλοντικών εκτιμήσεων των ταμειακών ροών.<sup>1</sup>

Πριν να εφαρμοστεί η μέθοδος των ταμειακών ροών, θα πρέπει να τηρούνται ορισμένες προϋποθέσεις, ούτως ώστε η αποτίμηση να συνάδει όσο το δυνατόν περισσότερο με την πραγματικότητα. Ορισμένες προϋποθέσεις με αυξημένη βαρύτητα είναι οι ακόλουθες:<sup>2</sup>

- 1) Το επιτόκιο αναγωγής. Είναι κρίσιμο να επιλέγεται κατάλληλο επιτόκιο, καθώς αυξημένο ή μειωμένο επιτόκιο επηρεάζει αναλόγως το αποτέλεσμα της αποτίμησης. Ακόμη, το επιτόκιο πρέπει να ορίζεται αναλόγως των επικρατούσων συνθηκών στη χρηματαγορά και τη κεφαλαιαγορά.
- 2) Οι προβλέψεις εσόδων. Οι προβλέψεις των εσόδων πρέπει να βασίζονται τόσο στο μερίδιο της αγοράς που κατέχει η επιχείρηση όσο και σε εκείνο που στοχεύει μέσω των πραγματοποιούμενων επενδύσεων, ενώ παράλληλα πρέπει ανταποκρίνονται στην πραγματικότητα.
- 3) Οι προβλέψεις του κόστους. Οι προβλέψεις κόστους πρέπει να πραγματοποιούνται με βάση τις κατευθύνσεις της αγοράς, ενώ τα χρηματοοικονομικά έξοδα πρέπει να συμβαδίζουν με το ύψος δανεισμού.
- 4) Οι προβλέψεις πιστώσεων. Οι τυχόν πιστώσεις σε πελάτες αλλά και προμηθευτές συνιστούν βασικό δεδομένο των ταμειακών ροών. Κερδοφόρα προγράμματα μπορεί να αποτύχουν εξαιτίας της χαμηλής ρευστότητας και ειδικά όταν πιστώσεις που χορηγούνται υπερβαίνουν τις πιστώσεις που λαμβάνονται.
- 5) Οι εκάστοτε επενδύσεις. Το κόστος της υλοποίησής τους όπως και το μέγεθος των επενδύσεων, επηρεάζει την πορεία των ταμειακών ροών και ως εκ τούτου, την τελική αξία αποτίμησης της επιχείρησης.

---

<sup>1</sup>Gate 2 Growth 2002

<sup>2</sup>Κατσουρής & Μπάκας 2008, Fernandez 2007

## 2.4.5. Μέθοδος προστιθέμενης οικονομικής αξίας

Η μέθοδος προστιθέμενης οικονομικής αξίας δύναται να συνδυάσει στοιχεία χρηματοοικονομικού και ποιοτικού χαρακτήρα. Τα κύρια στοιχεία εφαρμογής της εν λόγω μεθόδου είναι τα καθαρά λειτουργικά κέρδη αφού αφαιρεθούν οι φόροι, το σταθμισμένο κόστος κεφαλαίου και τα απασχολούμενα κεφάλαια. Αυτή η μέθοδος επιλέγεται για το δυναμικό προσδιορισμό της αξίας της επιχείρησης, ο οποίος απευθύνεται και αφορά κυρίως επενδυτές και εσωτερικούς ή εξωτερικούς ελεγκτές. Τα κύρια χαρακτηριστικά σημεία στα οποία εστιάζει η μέθοδος είναι τα εξής:

- 1) Εκτιμήσεις και υπολογισμοί που προκύπτουν από την αξιοποίηση περισσότερων από δύο (2) λογιστικών καταστάσεων.
- 2) Σημαντικός ο ρόλος της στρατηγικής και του επιχειρηματικού σχεδίου της επιχείρησης.
- 3) Ιδιαίτερα πολύπλοκοι υπολογισμοί.
- 4) Συνεκτιμούνται παράλληλα τόσο τα ποιοτικά όσο και τα ποσοτικά δεδομένα, παρόλο που τα ποιοτικά είναι πιθανό να έχουν αρνητική επιρροή στις αντικειμενικές εκτιμήσεις της μεθόδου.

## 2.4.6. Μέθοδος κεφαλαιοποιημένων οργανικών κερδών

Στη περίπτωση που τα αναμενόμενα οργανικά κέρδη της επόμενης πενταετίας λαμβάνονται υπόψη, η μέθοδος κεφαλαιοποιημένων οργανικών κερδών φαίνεται να παρουσιάζει αξιοσημείωτες ομοιομορφίες με τη μέθοδο των ταμειακών ροών. Ειδικότερα, το κοινό σημείο αναφοράς είναι οι ωφέλειες, τις οποίες έχει ο επενδυτής με την πάροδο των ετών. Ωστόσο, τα σημεία που διαφοροποιούνται είναι τα παρακάτω:<sup>1</sup>

- 1) Στη μία μέθοδο για τους όποιους υπολογισμούς χρησιμοποιούνται τα οργανικά κέρδη ενώ στην άλλη το ταμειακό πλεόνασμα, προκειμένου να προκύψουν τα όποια επενδυτικά οφέλη.
- 2) Η μέθοδος των οργανικών κερδών συνυπολογίζει το σύνολο της αξίας της επιχείρησης, σε αντίθεση με τη μέθοδο προεξόφλησης των

---

<sup>1</sup>Agawam 2001

ταμειακών ροών που συνυπολογίζει την υπολειμματική αξία της επιχείρησης.

#### **2.4.7. Μέθοδος κεφαλαιοποίησης της υπερπροσόδου**

Η μέθοδος της κεφαλαιοποίησης της υπερπροσόδου στηρίχθηκε στο γεγονός ότι εμφανίζονταν σημαντικά μειονεκτήματα στη μέθοδο της καθαρής περιουσιακής καθότι δεν λαμβάνονταν υπόψη οι μελλοντικές υπερπρόσοδοι. Το τι είναι ελκυστικό και κερδοφόρο για τον υποψήφιο επενδυτή ορίζεται από τις μελλοντικές υπερπρόσοδους, γι' αυτό το λόγο και η σημασία τους είναι σπουδαία. Η τελική απόφαση του επενδυτή λαμβάνεται με βάση τα επίπεδα των αποδόσεων και την εξασφάλιση του κεφαλαίου του. Οι καταθέσεις οποιασδήποτε μορφής αποτελούν χαρακτηριστική περίπτωση επένδυσης ευρείας αναγνώρισης χωρίς κίνδυνο και σημαντικό κόστος διεκπεραίωσης. Η βάση για τις όποιες επενδυτικές αποφάσεις καθορίζεται από τα επίπεδα αποδόσεων των καταθέσεων και του ύψους των επιτοκίων τους, όπως επίσης και οι αποφάσεις για αγορά ομολόγων κινούνται σε ανάλογα πλαίσια.<sup>1</sup>

Για την επίτευξη των στόχων τους οι επιχειρήσεις διαθέτουν συγκεκριμένα κεφάλαια. Το ποσοστό των κεφαλαίων που είναι αξιοποιήσιμα συνιστά κεντρικό ζήτημα των οικονομικών τμημάτων. Τα εκάστοτε οικονομικά τμήματα των επιχειρήσεων καλούνται να καθορίσουν το προαναφερθέν ποσοστό, επηρεάζοντας με αυτό το τρόπο τις όποιες οικονομικές αναλύσεις αναφορικά με τα κεφάλαια που απασχολούνται. Τα διαθέσιμα κεφάλαια δύνανται να αποτιμηθούν ανά πάσα χρονική στιγμή καθορίζοντας τυχόν υπεραξία τους. Πιο αναλυτικά, όταν υπολογιστεί κατά την αποτίμηση αξία μεγαλύτερη από τη λογιστική, τότε αυτή η διαφορά ορίζεται ως υπεραξία. Η υπεραξία ουσιαστικά είναι το πλεόνασμα της επιχειρηματικής δράσης των τελευταίων ετών και η σύγκρισή της θα πρέπει να πραγματοποιείται βασιζόμενη σε ανάλογες υπεραξίες από επενδύσεις με χαμηλό ή μηδενικό ρίσκο. Η διαφορά η οποία προκύπτει μεταξύ υπεραξιών καλείται υπερπρόσοδος, ενώ εάν αθροιστούν οι υπερπρόσοδοι από παρελθόντα έτη, δημιουργείται η δυνατότητα πραγματοποίησης σχετικών προβλέψεων.<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup>Agawam 2001

<sup>2</sup>Λαζαρίδης 2005, Fernandez 2007

## **2.4.8. Μέθοδος συγκριτικής ανάλυσης εισηγμένων εταιριών και χρήση δεικτών κεφαλαιαγοράς**

Η μέθοδος συγκριτικής ανάλυσης εισηγμένων εταιριών και δεικτών κεφαλαιαγοράς υλοποιείται λαμβάνοντας υπόψη οικονομικά δεδομένα, τα οποία είναι οφείλουν να δίνουν στη δημοσιότητα οι εισηγμένες εταιρείες. Οι εταιρείες, υποχρεώνονται σε γνωστοποίηση των οικονομικών τους στοιχείων από θεσμούς, όπως το Χρηματιστήριο Αξιών, μέσω συναφών καταστάσεων και πληροφοριακών δελτίων. Η πληροφόρηση των μετόχων, των πιθανών επενδυτών και του κοινού όσον αφορά την πορεία της εταιρίας, είναι ο στόχος της γνωστοποίησης των στοιχείων αυτών.

Η βάση υπολογισμών για την εφαρμογή της μεθόδου αποτελείται από στοιχεία, όπως η καθαρή θέση, οι πωλήσεις, τα κέρδη προ φόρων, οι βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις, το σύνολο ενεργητικού, κ.ο.κ. Η επιλογή τους πραγματοποιείται σύμφωνα με το είδος και το μέγεθος της επιχείρησης, τα προϊόντα και τις υπηρεσίες που προσφέρει και τον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείται.<sup>1</sup>

Συχνά, για την αποτίμηση των επιχειρήσεων χρησιμοποιείται η μέθοδος της συγκριτικής ανάλυσης των εισηγμένων εταιριών με τη χρήση δεικτών κεφαλαιαγοράς. Τα αποτελέσματα αυτής της μεθόδου δύναται να συγκριθούν με εκείνα άλλων μεθόδων, όπως της καθαρής περιουσιακής θέσης και της προεξόφλησης των ταμειακών ροών.<sup>2</sup>

## **2.4.9. Μέθοδος συγκριτικών συναλλαγών**

Η μέθοδος των συγκριτικών συναλλαγών χρησιμοποιείται συνήθως έπειτα από μια εξαγορά ή συγχώνευση για την αποτίμηση της αξίας των επιχειρήσεων. Για ομοειδείς επιχειρήσεις όπου παρέχεται η δυνατότητα για σύγκριση των στοιχείων τους, τότε η αξία εκείνης που αποτιμάται υπολογίζεται στη βάση της αξίας της επιχείρησης, η οποία εξαγοράστηκε ή συγχωνεύτηκε. Συνεπώς, με αυτή τη μέθοδο προσδιορίζεται η αξία αποτίμησης στη βάση συναλλαγών και στοιχείων μεταξύ επιχειρήσεων, οι οποίες είτε εμφανίζουν πολλές ομοιότητες είτε ανήκουν στον ίδιο κλάδο.<sup>3</sup>

---

<sup>1</sup>Νιάρχου 1999

<sup>2</sup>Copeland et al 2010

<sup>3</sup>Κατσουρής & Μπάκας 2008

## 2.5. Επιλογή και καταλληλότητα μεθόδων αποτίμησης

Η επιλογή και η καταλληλότητα της μεθόδου αποτίμησης που επιλέγεται σχετίζεται κυρίως με το είδος της επιχείρησης και τις συνθήκες κάτω από τις οποίες εφαρμόζεται. Τα αποτελέσματα της εκάστοτε μεθόδου αποτίμησης που επιλέγεται, έχουν συγκεκριμένο επίπεδο βαρύτητας. Διακρίνονται δύο είδη μεθόδων αποτίμησης με βάση τη βαρύτητα, οι κύριες και δευτερεύουσες. Οι κύριες, ανάλογα με τη περίπτωση, συνθέτουν τη βάση για την απόδοση ικανοποιητικών αποτελεσμάτων αποτίμησης (καθαρή περιουσιακή θέση, υπερπροσόδου, προστιθέμενης αξίας, ταμειακών ροών), ενώ οι δευτερεύουσες βασίζονται σε συγκεκριμένα σενάρια και παραδοχές (πίνακας 2.2). Ανεξαρτήτως της επιλεγείσας μεθόδου αποτίμησης, προτείνεται η ταυτόχρονη εφαρμογή της με μια άλλη, προκειμένου να επιτυγχάνεται η μεγαλύτερη δυνατή ακρίβεια των αποτελεσμάτων.<sup>1</sup>

*Πίνακας 2. 2: Βαρύτητα μεθόδων αποτίμησης*

<b>A/A</b>	<b>Μέθοδοι Αποτίμησης</b>	<b>Βαρύτητα</b>
1	Καθαρής περιουσιακής θέσης	Κύρια
2	Ταμειακών ροών	Κύρια
3	Υπερπροσφορά τελευταίας ή επόμενης 5ετίας	Κύρια
4	Προστιθέμενης Αξίας	Κύρια
5	Κεφαλαιοποιημένων οργανικών κερδών	Δευτερεύουσα
6	Συγκριτικής ανάλυσης εισηγμένων εταιρειών και χρήση δεικτών κεφαλαιαγοράς	Δευτερεύουσα
7	Χρηματιστηριακής τιμής ή TRS	Δευτερεύουσα
8	Προεξόφληση μερισμάτων, P/E, TRS	Δευτερεύουσα
9	Μέθοδος Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς	Δευτερεύουσα
10	Συγκριτικών συναλλαγών	Δευτερεύουσα

Πηγή: Λαζαρίδης 2005

<sup>1</sup>Αποστολόπουλος 1997, Reilly & Schweih 2000

Η επιλογή της μεθόδου αποτίμησης πραγματοποιείται συνυπολογίζοντας συγκεκριμένα κριτήρια που αντιστοιχούν στην περίπτωση της επιχείρησης ή τις επικρατούσες συνθήκες. Πιο συγκεκριμένα, η μέθοδος καθαρής περιουσιακής θέσης εφαρμόζεται στην περίπτωση που τα κέρδη της επιχείρησης ή οι ζημίες της είναι μικρά ή όταν επέρχεται διακοπή των δραστηριοτήτων της. Ακόμη, η μέθοδος των ταμειακών ροών χρησιμοποιείται σε περιπτώσεις όπου οι επιχειρήσεις εμφανίζουν αυξημένα κέρδη ή ανοδική πορεία κερδών, ενώ η μέθοδος των κεφαλαιοποιημένων οργανικών κερδών χρησιμοποιείται για σταθερά κέρδη, κλπ.<sup>1</sup> Αναλυτικότερα, η κάθε μέθοδος αποτίμησης επιλέγεται με βάση κριτήρια, τα οποία παρατίθενται στο Σχήμα 2.4 το οποίο έπεται.

**Σχήμα 2. 4:** Κριτήρια καταλληλότητας μεθόδων αποτίμησης

<p style="text-align: center;"><b>Μέθοδος καθαρής περιουσιακής θέσης</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Διακοπή εργασιών &amp; λειτουργίας</li> <li>• Μικρά κέρδη ή ζημίες</li> </ul>
<p style="text-align: center;"><b>Μέθοδος ταμειακών ροών</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Αυξημένα ή αυξανόμενα κέρδη</li> </ul>
<p style="text-align: center;"><b>Μέθοδος κεφαλαιοποιημένων οργανικών κερδών</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Διαχρονική αύξηση κερδοφορίας</li> </ul>
<p style="text-align: center;"><b>Μέθοδος υπερπροσόδου τελευταίας ή επόμενης 5ετίας</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Κερδοφορία τελευταία 5ετία</li> <li>• Μεγάλη καθαρή περιουσιακή θέση</li> </ul>
<p style="text-align: center;"><b>Μέθοδος προστιθέμενης αξίας</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Κερδοφορία την τελευταία 5ετία</li> </ul>
<p style="text-align: center;"><b>Μέθοδος συγκριτικής ανάλυσης</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Ομοειδής επιχειρήσεις</li> </ul>
<p style="text-align: center;"><b>Μέθοδος χρηματιστηριακής τιμής ή TRS</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Εταιρεία χωρίς διακυμάνσεις τιμών</li> </ul>
<p style="text-align: center;"><b>Μέθοδος συγκριτικών συναλλαγών</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Ομοειδής και άμεσα συγκρίσιμες επιχειρήσεις</li> </ul>
<p style="text-align: center;"><b>Μέθοδος προεξόφλησης μερισμάτων, P/E, TRS</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Σταθερά ή αυξανόμενα μερίσματα στους μετόχους</li> </ul>
<p style="text-align: center;"><b>Μέθοδος Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Μετοχές μη εισηγμένων εταιριών</li> </ul>

<sup>1</sup>Σφαρνάς 1993

## 2.6. Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα των μεθόδων αποτίμησης

Κάθε μέθοδος αποτίμησης της αξίας μιας επιχείρησης εμφανίζει τόσο πλεονεκτήματα όσο και μειονεκτήματα. Η επιλογή της μεθόδου πραγματοποιείται από τον εκτιμητή, ο οποίος αξιολογεί τα διαθέσιμα στοιχεία της επιχείρησης. Η τελική απόφαση αποτίμησης επηρεάζεται από τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα της εκάστοτε μεθόδου αποτίμησης. Σε μια προσπάθεια διαμόρφωσης της συνολικής εικόνας εν συνεχεία παρατίθενται τόσο τα πλεονεκτήματα όσο και τα μειονεκτήματα της κάθε μεθόδου αποτίμησης. Πιο συγκεκριμένα:<sup>1</sup>

### 1) Μέθοδος καθαρής περιουσιακής θέσης

Πλεονεκτήματα της εν λόγω μεθόδου είναι τα εξής:

- I. Αποκλειστική λογιστική απεικόνιση στοιχείων.
- II. Μικρός αριθμός παραδοχών και υποθέσεων.
- III. Ικανοποιητική πληροφόρηση του ενδιαφερομένου μέσω οικονομικών καταστάσεων και εκθέσεων.

Τα μειονεκτήματα της μεθόδου έχουν ως ακολούθως:

- I. Περιορισμένες δυνατότητες απεικόνισης της καθολικής δυναμικής της επιχείρησης – μη αποτύπωση στοιχείων, όπως η SWOT ανάλυση.
- II. Στηρίζεται αποκλειστικά σε στοιχεία Ισολογισμού, τα οποία ενδέχεται να έχουν «αλλοιωθεί» εξαιτίας των ιδιαιτεροτήτων της φορολογικής ή εμπορικής διαχείρισης.
- III. Δεν λαμβάνει υπόψη τα απασχολούμενα κεφάλαια παρά μόνο τα συνολικά συμπεριλαμβανομένου των αδρανών.
- IV. Έλλειψη δυνατότητας σύλληψης ορισμένων λογιστικών γεγονότων τα οποία δύναται να επηρεάσουν την τελική αξία της επιχείρησης.

### 2) Μέθοδος προεξοφλημένων ταμειακών ροών.

Πλεονεκτήματα:

- I. Καθολική πληροφόρηση χάρη στη χρήση της κατάστασης ταμειακών ροών με σχετικά πιο λογική χρονική αλληλουχία.
- II. Πηγάζει κυρίως από τη δημιουργία χρήματος.
- III. Δυνατότητα πρόβλεψης μελλοντικών ταμειακών ροών της επιχείρησης.
- IV. Καταγραφή μελλοντικών οικονομικών προσδοκιών που μπορεί να φανούν χρήσιμες σε επενδυτές και ενδιαφερόμενους (stakeholders).

---

<sup>1</sup>Damodaran 1999, Hitchner 2003, Σφαρνάς 1993, Πρωτοψάλτης 2008, Chalfin 2006, Λαζαρίδης 2005



- V. Ιδιαίτερα αξιόπιστα αποτελέσματα συνδυάζοντας αριθμοδείκτες.

Μειονεκτήματα:

- I. Απαίτηση υψηλού χρόνου για την ολοκλήρωση.
- II. Απαίτηση γνώσης χειρισμού χρηματοοικονομικών εργαλείων.
- III. Εφαρμογή πολλών υποθέσεων και παραδοχών.
- IV. Υψηλές απαιτήσεις σε πληροφορίες.
- V. Ιδιαίτερα πολύπλοκη.
- VI. Απαίτηση ανάλυσης χρηματοοικονομικών καταστάσεων με χρήση αριθμοδεικτών για την επίτευξη αξιόπιστων αποτελεσμάτων.

**3) Μέθοδος προεξόφλησης των υπερπρόσόδων των τελευταίων ή των επομένων πέντε (5) ετών.**

Πλεονεκτήματα:

- I. Αποκλειστικώς λογιστική απεικόνιση των δεδομένων.
- II. Περιορισμένες παραδοχές και υποθέσεις.
- III. Δυνατότητα πληροφόρησης των ενδιαφερομένων χάρη στη χρήση οικονομικών καταστάσεων και εκθέσεων.
- IV. Πραγματοποίηση εκτιμήσεων σε σχέση με τη δυναμική της επιχείρησης.
- V. Αρμονική συνύπαρξη οικονομικών καταστάσεων (ισολογισμός, αποτελέσματα χρήσης κλπ).

Μειονεκτήματα, της μεθόδου:

- I. Έχει ως βάση στοιχεία του Ισολογισμού, τα οποία ενδέχεται να έχουν «αλλοιωθεί».
- II. Υπολογίζει τα συνολικά κεφάλαια συμπεριλαμβανομένου και των αδρανών χωρίς όμως να συνυπολογίζει τα απασχολούμενα κεφάλαια.
- III. Έλλειψη δυνατότητας σύλληψης ορισμένων λογιστικών γεγονότων τα οποία δύναται να επηρεάσουν την τελική αξία της επιχείρησης.
- IV. Πραγματοποίηση παραδοχών και υποθέσεων με σημαντικό κίνδυνο υποκειμενικότητας.
- V. Μεγάλος χρόνος υλοποίησης της διαδικασίας.
- VI. Υποκειμενική εκτίμηση για τα απασχολούμενα κεφάλαια.
- VII. Δεν μπορεί να εφαρμοστεί σε ορισμένους κλάδους.
- VIII. Υψηλές ανάγκες πληροφόρησης.

**4) Μέθοδος προστιθέμενης αξίας.**

Πλεονεκτήματα της μεθόδου:

- I. Αποκλειστικώς λογιστική απεικόνιση των δεδομένων.
- II. Περιορισμένες παραδοχές και υποθέσεις.
- III. Δυνατότητα πληροφόρησης χάρη στη χρήση οικονομικών καταστάσεων και εκθέσεων.

- IV. Πραγματοποίηση εκτιμήσεων σε σχέση με τη δυναμική της επιχείρησης.
- V. Αρμονική συνύπαρξη οικονομικών καταστάσεων (ισολογισμός, αποτελέσματα χρήσης κλπ).
- VI. Μικρός αριθμός σφαλμάτων κατά την απεικόνιση οικονομικών συμβάντων.
- VII. Επίτευξη κάλυψης μεγάλου φάσματος επιχειρηματικού κύκλου.
- VIII. Βελτιωμένη απεικόνιση της αγοραίας αξίας.
- IX. Διευκόλυνση κατά τη λήψη αποφάσεων.

Μειονεκτήματα της εν λόγω μεθόδου είναι:

- I. Αύξηση του στοιχείου της υποκειμενικότητας λόγω της στήριξης σε χρηματοοικονομικές καταστάσεις.
- II. Εστίαση σε βραχυπρόθεσμα οικονομικά αποτελέσματα και ως εκ τούτου μείωση των κινήτρων μακροπρόθεσμου σχεδιασμού.
- III. Περιορισμένη τεχνογνωσία για την εφαρμογή της μεθόδου.

#### 5) Μέθοδος κεφαλαιοποιημένων οργανικών κερδών.

Πλεονεκτήματα της μεθόδου συνιστούν:

- I. Επίκεντρο της μεθόδου αποτελούν οι βασικές δραστηριότητες της επιχείρησης.
- II. Δυνατότητα αυξημένης πληροφόρησης.
- III. Δυνατότητα πρόβλεψης οργανικών κερδών.
- IV. Δυνατότητα προσδιορισμού της δυναμικής της επιχείρησης.
- V. Αξιόπιστα αποτελέσματα σε συνδυασμό με τη χρήση αριθμοδεικτών.

Μειονεκτήματα της μεθόδου είναι:

- I. Αυξημένος χρόνος εκτέλεσης των διαδικασιών.
- II. Εφαρμογή πολλών υποθέσεων και παραδοχών.
- III. Δεν συμπεριλαμβάνεται στην αποτίμηση η κεφαλαιακή και περιουσιακή θέση της επιχείρησης.
- IV. Χρήση της μέσης απόδοσης, που ενέχει αυξημένο βαθμό αναξιοπιστίας, ως συντελεστή κεφαλαιοποίησης.
- V. Απαιτείται εκτενής πληροφόρηση για την πραγματοποίηση της μεθόδου.
- VI. Ιδιαίτερος πολύπλοκη μέθοδος.

#### 6) Χρηματιστηριακές μέθοδοι.

Πλεονεκτήματα της μεθόδου είναι:

- I. Δυνατότητα καθημερινής αποτίμησης.
- II. Περιλαμβάνονται τόσο οικονομικά όσο και ποιοτικά στοιχεία της επιχείρησης.
- III. Δίνεται η δυνατότητα για να συμμετάσχουν και τα ενδιαφερόμενα μέρη στη διαδικασία της αποτίμησης.
- IV. Εύκολη και απλή στην εφαρμογή.
- V. Δίνεται η δυνατότητα σύγκρισης ανάμεσα σε επιχειρήσεις.
- VI. Ευκολία στις προβλέψεις.

- VII. Περιέχει σε μεγάλο βαθμό τις προσδοκίες επενδυτών και άλλων ενδιαφερόμενων μερών.

Μειονεκτήματα της μεθόδου είναι:

- I. Αδυνατεί να ενημερώσει πλήρως τους συμμετέχοντες κατά τη διαδικασία της αποτίμησης.
- II. «Μεταβολές» της τιμής της μετοχής εξαιτίας των στρεβλώσεων της αγοράς και των χρηματιστηριακών κύκλων.
- III. Η κερδοσκοπία επί της τιμής της μετοχής επιδρά στην διαδικασία της αποτίμησης.
- IV. Δυνατότητα χειραγώγησης των χρηματοοικονομικών και λογιστικών υπολογισμών.
- V. Παροχή περιορισμένης τεχνογνωσίας.
- VI. Γρήγορα οικονομικά αποτελέσματα με μείωση του κινήτρου για στρατηγικές που είναι μακροπρόθεσμες.

**7) Μέθοδος συγκριτικής ανάλυσης εισηγμένων εταιριών και χρήσης δεικτών κεφαλαιαγοράς.**

Πλεονεκτήματα της μεθόδου:

- I. Παρέχει ευκολία στους υπολογισμούς.
- II. Οι δείκτες γίνονται εύκολα κατανοητοί εύκολα από επενδυτές όπως και αναλυτές.
- III. Προσφέρει τη δυνατότητα να πραγματοποιηθούν συγκρίσεις.
- IV. Πέρα από λογιστικά δεδομένα, για τη διαδικασία της ανάλυσης λαμβάνονται υπόψη και οι μηχανισμοί της αγοράς.

Μειονεκτήματα της μεθόδου:

- I. Ενδεχόμενες ιδιαιτερότητες της επιχείρησης δεν συνεκτιμώνται.
- II. Πιθανότητα υποεκτίμησης ή υπερεκτίμησης της αξίας της επιχείρησης λόγω της επίδρασης παραγόντων της αγοράς.
- III. Στηρίζεται αποκλειστικώς σε στοιχεία που είναι ιστορικά.
- IV. Άμεση συσχέτιση του κλάδου με την απόδοση των εταιριών – απαίτηση διόρθωσης των δεικτών για τη σύγκριση.
- V. Οι αναλύσεις που πραγματοποιούνται είναι περιορισμένες.
- VI. Δεν συμπεριλαμβάνονται όλοι οι κίνδυνοι (επενδυτικοί και άλλοι).

**8) Μέθοδος συγκριτικών συναλλαγών.**

Πλεονεκτήματα μεθόδου:

- I. Η διαδικασία αποτίμησης είναι εύκολη σχετικά.
- II. Η σύγκριση που πραγματοποιείται είναι άμεση και κατανοητή από όλους.

Μειονεκτήματα της μεθόδου:

- I. Μη εύκολη πρόσβαση σε στοιχεία συναλλαγών.
- II. Σε μη ομοειδείς επιχειρήσεις, ελλοχεύει υψηλός κίνδυνος για λανθασμένη αποτίμηση.

## **2.7. Ο ρόλος των ορκωτών ελεγκτών στην αποτίμηση**

Η αποτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης, η οποία έχει συνεχή λειτουργική δραστηριότητα, είναι απαραίτητη, δεδομένου ότι παρέχει όλη την απαραίτητη πληροφόρηση για περιπτώσεις αγοραπωλησιών, συγχωνεύσεων και εξαγορών, προσδιορισμού αξίας των μερίδων συμμετοχής των εταίρων ή των μετόχων, λήψεων αποφάσεων στο περιβάλλον της επιχείρησης ή ακόμα και για την περίπτωση επίλυσης βασικών φορολογικών διαφορών.<sup>1</sup>

Θα πρέπει να τονιστεί ότι η αποτίμηση της αξίας πρέπει πάντοτε να διενεργείται από ικανά άτομα με εμπειρία, που να έχουν όλες τις απαραίτητες δεξιότητες και γνώσεις. Ένα τέτοιο άτομο είναι ο ορκωτός ελεγκτής, του οποίου ο κύριος ρόλος είναι η διενέργεια των απαιτούμενων ελέγχων, προκειμένου να αξιολογείται το κατά πόσο η αποτίμηση ανταποκρίνεται στην πραγματικότητα. Η στάση του, θα πρέπει να είναι σαφώς ουδέτερη και επιπλέον να μη δέχεται καμία απολύτως επιρροή από τα εκάστοτε μέρη τα οποία ενδιαφέρονται για την αποτίμηση ή από και την ίδια την επιχείρηση κατά τη διαδικασία διενέργειας της αποτίμησης της αξίας της από την οπτική γωνία του επενδυτή.<sup>2</sup>

Κατά τη διαδικασία της αποτίμησης, συντάσσεται σχετική έκθεση με παρατηρήσεις από τον ορκωτό ελεγκτή, ο οποίος σημειώνει όλες τις αναγκαίες παρεμβάσεις και τροποποιήσεις, με στόχο την ικανοποίηση των απαιτήσεων και των δύο εμπλεκόμενων. Στις συγκεκριμένες περιπτώσεις ο ορκωτός ελεγκτής έχει υποκειμενική εκτίμηση, ενώ η τελική ιδιότητα με την οποία ενεργεί σε μία αποτίμηση καθορίζεται με βάση όρους συγγραφής των υποχρεώσεων, που συνάπτονται από τον ίδιο, από το δίκαιο και από την πρακτική των ενδιαφερόμενων μερών.<sup>3</sup>

## **2.8. Αποτίμηση εταιριών ειδικών περιπτώσεων (διαδικτύου, τραπεζών, ασφαλιστικών)**

Για ορισμένα είδη επιχειρήσεων, τα οποία απαιτούν διαφορετική αντιμετώπιση των οικονομικών τους στοιχείων, η αποτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης διαφοροποιείται. Ανάλογα με τον κλάδο δραστηριοποίησης των

---

<sup>1</sup>Αποστολόπουλος 1997

<sup>2</sup>Chalfin 2006

<sup>3</sup>Πρωτοψάλτης 2008

συγκεκριμένων επιχειρήσεων καθορίζονται τα εργαλεία, οι παραδοχές, οι μέθοδοι, οι αρχές και οι συνθήκες αποτίμησης. Ειδικότερα, εν συνεχεία παρατίθενται οι επιχειρήσεις, που απαιτούν ειδική μεταχείριση κατά την αποτίμηση:<sup>1</sup>

- 1) Οι επιχειρήσεις διαδικτύου. Υπάρχει σαφής διαφοροποίηση της χρηματοοικονομικής τους σύνθεσης, σε σχέση με αντίστοιχες εμπορικές επιχειρήσεις ή επιχειρήσεις που παρέχουν υπηρεσίες. Οι επιχειρήσεις διαδικτύου έχουν εξαιρετικά υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης και οι επενδύσεις που δεν κεφαλαιοποιούνται εμφανίζονται ως έξοδα στα αποτελέσματα χρήσης, αποτελώντας πόλο έλξης επενδύσεων υψηλών προσδοκιών κερδοφορίας και απόδοσης για το μεσομακροπρόθεσμο μέλλον.
- 2) Η αποτίμηση των τραπεζών. Για αυτό το είδος αποτίμησης πρέπει να δίνεται ιδιαίτερη προσοχή σε ζητήματα, όπως η μόχλευση των λογαριασμών τάξης και των διαθέσιμων λογαριασμών, η συμμετοχή τους σε άλλες επιχειρήσεις, η δυσκολία υπολογισμού του κόστους κεφαλαίου και η δυνατότητα παραγωγής κερδών από τις υποχρεώσεις τους. Ακόμη, θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη και η πιθανότητα να εκτιμηθεί λανθασμένα η φερεγγυότητα των πελατών και συνεπώς, το πολύπλοκο θεσμικό πλαίσιο λειτουργίας και οι εκάστοτε κρίσιμες επενδύσεις σε χρεόγραφα και αξιόγραφα
- 3) Η αποτίμηση ασφαλιστικών επιχειρήσεων. Για την αποτίμηση των ασφαλιστικών επιχειρήσεων πρέπει να λαμβάνονται υπόψη δεδομένα, όπως αυτά που αφορούν τις θετικές ταμειακές ροές, τις αυξημένες υποχρεώσεις μέσω προβλέψεων και αποθεματικών, τις εισροές από τις πληρωμές των πελατών, που επενδύονται και επανεμφανίζονται ως στοιχεία ενεργητικού και τέλος τις προβλέψεις που σχετίζονται με πληρωμές πελατών και είναι ιδιαίτερα δύσκολες.

---

<sup>1</sup>Λαζαρίδης 2005

## **Κεφάλαιο 3: Ανάλυση Μεθόδων Αποτίμησης Επιχειρήσεων**

### 3.1. Η μέθοδος προεξόφλησης των ταμειακών ροών

Η μέθοδος προεξόφλησης των ταμειακών ροών συνιστά μια μέθοδο, η οποία εφαρμόζεται ολοένα και πιο συχνά από αναλυτές για τη διενέργεια της αποτίμησης. Κυρίαρχο στοιχείο για την μέθοδο αυτή είναι η προεξόφληση των ελεύθερων ταμειακών ροών της επιχείρησης έχοντας ως βάση το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου. Ακόμη, με την εν λόγω μέθοδο πραγματοποιείται αποτίμηση της αξίας της δυναμικά λειτουργούσας επιχείρησης.

Επιπρόσθετα, για να εξασφαλιστεί μία αξία πρέπει να γίνουν συγκεκριμένες λογικές παραδοχές, ενώ με τη μέθοδο αυτή μπορεί να υπολογιστεί η παρούσα αξία των μελλοντικών διαθέσιμων ταμειακών ροών. Η τρέχουσα αξία των ταμειακών ροών προκύπτει αθροίζοντας την παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών σε μια δεδομένη χρονική περίοδο και την υπολειμματική αξία της επιχείρησης.<sup>1</sup>

Οι ταμειακές ροές υπολογίζονται με βάση τη διαφορά μεταξύ των ταμειακών εισροών και εκροών, μετά από τη σχετική πρόβλεψη των ταμειακών διαθεσίμων, τα οποία είναι απαραίτητα για την ομαλή λειτουργία της επιχείρησης. Οι ταμειακές ροές κατά την πρόβλεψη αλλά και μετά, έχουν συγκεκριμένο συντελεστή προεξόφλησης (discount rate). Ο προαναφερθείς συντελεστής χρησιμοποιείται για να καθορίσει τα ελάχιστα επίπεδα απόδοσης των κεφαλαίων, συνιστώντας το μεσοσταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC). Πιο αναλυτικά, το μεσοσταθμικό κόστος κεφαλαίου προκύπτει από τον τύπο που ακολουθεί:<sup>2</sup>

$$WACC = K_e (E/E+D) + K_d (D/E+D) (1-t)$$

$K_e$  = Κόστος ιδίων κεφαλαίων

$K_d$  = Κόστος δανειακών κεφαλαίων

$E$  = Σύνολο ιδίων κεφαλαίων

$D$  = Σύνολο δανειακών κεφαλαίων

$t$  = Φορολογικός συντελεστής

Έπειτα, προκειμένου να υπολογιστεί η αξία, πρέπει να αθροιστεί η Παρούσα Αξία των Ελευθέρων Μελλοντικών Ταμειακών Ροών και η Παρούσα Αξία της Υπολειμματικής Αξίας και να αφαιρεθεί ο Καθαρός Δανεισμός (Σύνολο Δανειακών Υποχρεώσεων μείον το Ταμείο και τα Ταμειακά

---

<sup>1</sup>Γεωργιάδης 2006

<sup>2</sup>Κατσουρής & Μπάκας 2008, Fernandez 2007

Ισοδύναμα). Για να υπολογιστεί το κόστος των Ιδίων Κεφαλαίων χρησιμοποιείται το Πρότυπο Αποτίμησης Αξιογράφων (Capital Asset Pricing Model, C.A.P.M.), βάση του οποίου είναι ο συσχετισμός με τη ύπαρξη κινδύνων και αποδόσεων. Στο πρότυπο C.A.P.M., ο συντελεστής απόδοσης των Ιδίων Κεφαλαίων συνδέεται με την απόδοση στοιχείων μηδενικής και ενός επιπλέον ποσοστού (risk premium), το οποίο είναι προσαρμοσμένο κατάλληλα για τον αναλαμβανόμενο επιχειρηματικό και συστηματικό κίνδυνο.<sup>1</sup> Ως εκ τούτου, ο αναλυτικός τύπος είναι:

$$K_e = R_f + b [E (R_m) - R_f]$$

$K_e$  = Αναμενόμενος συντελεστής απόδοσης ιδίων κεφαλαίων

$R_f$  = Απόδοση επένδυσης μηδενικού κινδύνου

$b$  = Συντελεστής μέτρησης του βαθμού κινδύνου της επιχείρησης σε σχέση με τους κινδύνους του χαρτοφυλακίου

$E (R_m)$  = Αναμενόμενη απόδοση χαρτοφυλακίου

$E (R_m) - R_f$  = Πρόσθετη επιθυμητή απόδοση χαρτοφυλακίου σε σχέση με την απόδοση τίτλων

### **3.1.1. Παραδοχές εφαρμογής της μεθόδου προεξόφλησης των ταμειακών ροών**

Για την εφαρμογή της μεθόδου προεξόφλησης των ταμειακών ροών πρέπει να τηρούνται συγκεκριμένες παραδοχές:<sup>2</sup>

- 1) Η επιχείρηση δεν αποτελεί μόνο πάγια στοιχεία ενεργητικού αλλά και σύνολο παραγωγικών συντελεστών. Για την αξία των παγίων δεν συμπεριλαμβάνονται στοιχεία που έχουν να κάνουν με τη δυναμικότητα την οργάνωση και την καθεαυτή λειτουργία της επιχείρησης
- 2) Η αξία της επιχείρησης ταυτίζεται με τις καθαρές ταμειακές ροές που έχουν προεξοφληθεί.

---

<sup>1</sup>Fernandez 2007

<sup>2</sup>Steiger, 2008, Jennergren 2001



- 3) Η συγκριτικά καλύτερη πηγή πληροφόρησης είναι η Κατάσταση Ταμειακών Ροών.
- 4) Μπορεί να υπολογιστεί ένας ή ακόμα και περισσότεροι συντελεστές προεξόφλησης, όπως επίσης και να γίνει συνδυασμός αυτών.
- 5) Η ύπαρξη υποθέσεων συμβάλει στο να δημιουργηθούν μελλοντικές προβλέψεις των ταμειακών ροών, οι οποίες με τη σειρά τους μπορούν να βοηθήσουν την αξιολόγηση των μελλοντικών οικονομικών αλλά και λογιστικών γεγονότων.

### 3.1.2. Βασικοί λόγοι επιλογής της μεθόδου

Η μέθοδος προεξόφλησης των ταμειακών ροών θεωρεί ως δεδομένο ότι οι ταμειακές ροές θα είναι το βασικό στοιχείο της αποτίμησης, αντί των λογιστικών κερδών. Σε μεγάλο αριθμό επιχειρήσεων παρατηρείται επίτευξη κερδών χωρίς τις ανάλογες ταμειακές ροές και το αντίθετο. Η δημιουργία κερδών χωρίς ταμειακές ροές είναι δυνατή χάρη στις πωλήσεις παγίων στοιχείων, τις επιδοτήσεις, τις μειώσεις - επιστροφές φόρου, τα κέρδη από μετοχικούς τίτλους, κλπ. Ακόμη, υψηλές ταμειακές ροές με μειωμένα κέρδη πραγματοποιούνται εξαιτίας των αυξημένων αποσβέσεων, των αποθεμάτων, της μείωσης υποχρεώσεων, κλπ.<sup>1</sup>

Το στοιχείο που θα έχει τη μεγαλύτερη σημασία (λογιστικά κέρδη ή ταμειακές ροές) καθορίζεται από την προσέγγιση του αναλυτή και την ροπή του υπέρ του ενός ή του άλλου. Εάν συγκριθούν ταμειακές ροές και λογιστικά κέρδη, προκύπτει ότι η πρώτη μέθοδος αποτίμησης είναι πλέον αξιόπιστη, εάν λάβουμε υπόψη ότι:<sup>2</sup>

- 1) Δεν επιτρέπει εύκολα να γίνουν παρεμβάσεις και η χειραγώγηση της είναι δυσκολότερη.
- 2) Δεν επιδρούν σε αυτή τυχόν αποσβέσεις, φορολογίες, ή η αποτίμηση των αποθεμάτων.
- 3) Προσφέρει δυνατότητες επαρκέστερης πληροφόρησης.
- 4) Δύναται να κατανοηθεί ευκολότερα.
- 5) Επικεντρώνεται με μεγαλύτερη πληρότητα στους στόχους των ενδιαφερομένων.
- 6) Οι πιο αυξημένες ταμειακές ροές έχουν θετικότερο αντίκτυπο στους επενδυτές και τους μετόχους από ό,τι τα αυξημένα λογιστικά κέρδη.

---

<sup>1</sup>Λαζαρίδης 2005, Herbohn & Harrison 2002

<sup>2</sup>Fernandez 2007, Copelandetal 2000, Steiger 2008

### **3.1.3. Η επιλογή της κατάλληλης μεθόδου με βάση τις ταμειακές ροές**

Με τα χρόνια, έχουν παρατεθεί βιβλιογραφικά διάφορες παραλλαγές ως προς την εφαρμογή της μεθόδου προεξόφλησης των ταμειακών ροών. Η επιλογή της εκάστοτε μεθόδου πραγματοποιείται με βάση τις προθέσεις του αναλυτή και τις πληροφορίες που είναι διαθέσιμες. Πιο αναλυτικά, ορισμένες παραλλαγές της μεθόδου είναι οι ελεύθερες ταμειακές ροές, η προεξόφληση ταμειακών ροών προ και μετά φόρων, η χρήση πραγματικών αντί για ονομαστικών ταμειακών ροών και συντελεστών προεξόφλησης και η προεξόφληση ταμειακών ροών με βάση τύπους.<sup>1</sup>

Για την αποτίμηση ταμειακών ροών υπάρχει πλήθος παραλλαγών, ενώ συνήθως διακρίνονται οι Ταμειακές Ροές Συνολικού Κεφαλαίου (Free Cash Flow to Capital or Firm, FCFF). Ο συντελεστής προεξόφλησης εξαρτάται από την προβλεπόμενη απόδοση του ενεργητικού. Ως εκ τούτου, ο τύπος υπολογισμού των ταμειακών ροών συνολικού κεφαλαίου είναι ο ακόλουθος:<sup>2</sup>

$$\text{Ταμειακές Ροές Συνολικού Κεφαλαίου} = \text{Λειτουργικές Ταμειακές Ροές} - [\text{Φορολογικός Συντελεστής} * (\text{Καθαρά Κέρδη Προ Τόκων \& Φόρων} - \text{Τόκοι})]$$

Ακόμη, οι ελεύθερες ταμειακές ροών μπορούν να υπολογιστούν χρησιμοποιώντας και τις Ταμειακές Ροές Μετοχικού Κεφαλαίου (Free Cash Flow to Equity, FCFE). Με δεδομένο ότι ο συντελεστής προεξόφλησης προκύπτει από τις προβλέψεις αναφορικά με την απόδοση του μετοχικού κεφαλαίου, οι ταμειακές ροές προκύπτουν από τον ακόλουθο τύπο:<sup>3</sup>

$$\text{Ταμειακές Ροές Μετοχικού Κεφαλαίου} = \text{Λειτουργικές Ταμειακές Ροές} - [\text{Φορολογικός Συντελεστής} * (\text{Καθαρά Κέρδη Προ Τόκων Και Φόρων} - \text{Τόκοι})] - \text{Τόκοι} - \text{Πληρωμές Δανείων} + \text{Αυξήσεις Κεφαλαίου}$$

Τέλος, υπάρχουν οι Ελεύθερες Ταμειακές Ροές, οι οποίες είναι ίσως η πιο εκτεταμένη παραλλαγή της προεξόφλησης των ταμειακών ροών, καθώς θέτουν ως συντελεστή προεξόφλησης το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου μετά από φόρους. Ειδικότερα, ο τύπος που χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό τους είναι ο ακόλουθος.<sup>4</sup>

---

<sup>1</sup>Fernandez 2007

<sup>2</sup>Λαζαρίδης 2005, Fernandez 2004, T havamani 2007

<sup>3</sup>Λαζαρίδης 2005

<sup>4</sup>Λαζαρίδης 2005

**Ελεύθερες Ταμειακές Ροές = Λειτουργικές Ταμειακές Ροές -  
[Φορολογικός Συντελεστής \* (Καθαρά Κέρδη Προ Τόκων & Φόρων)]**

Πέρα από τα προαναφερθέντα, υπάρχουν κι άλλες σημαντικές παραλλαγές της μεθόδου προεξόφλησης των ταμειακών ροών, όπως η χρήση πραγματικών αντί για ονομαστικών ταμειακών ροών και συντελεστών προεξόφλησης, η προεξόφληση ταμειακών ροών προ και μετά φόρων και η προεξόφληση με βάση τύπους. Η χρήση πραγματικών ταμειακών ροών και συντελεστών προεξόφλησης έχει ως στόχο την ευκολία κατά τις συγκρίσεις. Η προεξόφληση ταμειακών ροών προ και μετά φόρων, βασίζεται κυρίως σε αποτελέσματα μετά από αφαίρεση των φόρων, ειδικά στη περίπτωση που εκείνοι επιδρούν σημαντικά στο τελικό αποτέλεσμα των καθαρών κερδών. Η προεξόφληση ταμειακών ροών με χρήση τύπων προϋποθέτει την υιοθέτηση συγκεκριμένων υποθέσεων, που όμως δεν ανταποκρίνονται πάντα στην πραγματικότητα, όπως η σταθερότητα των επιπέδων αύξησης των κερδών, το σταθερό περιθώριο κέρδους κλπ. Ανεξάρτητα όμως από τις όποιες παραλλαγές, η μέθοδος αποτίμησης, που θα επιλεγεί, εξαρτάται από τα διαθέσιμα στοιχεία και τον εκτιμητή – αναλυτή.<sup>1</sup>

### **3.1.4. Δεδομένα εφαρμογής της μεθόδου των ταμειακών ροών**

Η αποτίμηση επιχειρήσεων υψηλής κερδοφορίας, εμφανίζει πληθώρα δυσκολιών, οι οποίες θα πρέπει να αντιμετωπιστούν από τη μέθοδο της προεξόφλησης των ταμειακών ροών. Ως εκ τούτου, κατά την εφαρμογή της μεθόδου των ταμειακών ροών πρέπει να συνεκτιμούνται διάφορα δεδομένα, όπως:<sup>2</sup>

1. Η χρονική στιγμή διεξαγωγής της αποτίμησης.
2. Η στρατηγική που ακολουθείται από την επιχείρηση, όπως επίσης και η γενικότερη πορεία ανάπτυξής της.
3. Η επικύρωση της αξιοπιστίας των λογιστικών δεδομένων.
4. Ο επαρκής και σαφής προσδιορισμός στόχων και σκοπών κατά τη διενέργεια της αποτίμησης.
5. Ο αποκλεισμός πιθανών ταμειακών ροών, που προκύπτουν από πιθανές ευκαιρίες, εργασίες και προϊόντα για τη περίπτωση που δεν υπάρχει η απαιτούμενη βεβαιότητα.

---

<sup>1</sup>Jennergren 2001, Steiger 2008

<sup>2</sup>Pratt & Niculita 2008, Steiger 2008

### 3.1.5. Διαδικασία εφαρμογής της μεθόδου

Η προεξόφληση των ταμειακών ροών υπολογίζει την αξία της επιχείρησης βασιζόμενη στα αναμενόμενα μελλοντικά ταμειακά πλεονάσματα και όχι στα αναμενόμενα κέρδη. Αυτή η μέθοδος εκτιμά την αξία της επιχείρησης χωρίς να λαμβάνει υπόψη τα περιουσιακά στοιχεία που τη συγκροτούν. Τα μελλοντικά ταμειακά πλεονάσματα καθορίζονται λαμβάνοντας υπόψη τα εκτιμώμενα μελλοντικά οργανικά κέρδη αφού αυτά προσαυξηθούν με τις αποσβέσεις. Ο εκτιμητής θα πρέπει να ακολουθεί ιεραρχικά ορισμένα βήματα κατά την εκτίμηση των μελλοντικών ταμειακών ροών. Πιο συγκεκριμένα:<sup>1</sup>

**1<sup>ο</sup> Βήμα: Σύσταση πίνακα ταμειακών ροών περασμένης πενταετίας με ταυτόχρονη ανάλυση των κυριότερων προσδιοριστικών στοιχείων.** Με τον εν λόγω πίνακα, καθορίζεται ο ρυθμός αύξησης (growth) των επιμέρους στοιχείων, όπως επίσης και η σχέση τους με τα έσοδα των πωλήσεων, τις πωλούμενες ποσότητες κ.λ.π.

*Πίνακας 3. 1: Πίνακας ταμειακών ροών προηγούμενης 5ετίας*

<b>Έσοδα από πωλήσεις</b>			<b>XXX</b>
<b>Μείον:</b>	Αξία πωλουμένων άμεσων υλικών	XXX	
	Άμεσα εργατικά	XXX	
	Έμμεσα εργατικά	XXX	
	Λοιπά γενικά βιομηχανικά έξοδα	XXX	
	Έξοδα διοίκησης	XXX	
	Έξοδα διάθεσης	XXX	
	Έξοδα χρηματοοικονομικά	XXX	XXX
			XXX
<b>Μείον:</b>	Φορολογία εισοδήματος		XXX
			XXX
<b>Πλέον:</b>	Αποσβέσεις		XXX
<b>Ταμειακό πλεόνασμα</b>			XXX

<sup>1</sup>Λαζαρίδης 2005

**2° Βήμα: Εκτίμηση των εσόδων των πωλήσεων για το εκάστοτε μελλοντικό έτος του χρονικού ορίζοντα.** Σε αυτό το βήμα, απαιτείται για κάθε έτος η σύνταξη κατάστασης ποσοτήτων των προϊόντων που πωλήθηκαν. Ακόμη, υπολογίζεται ο ρυθμός αύξησης (growth) των πωλήσεων σύμφωνα με τον τύπο: (Πωλήσεις έτους/Πωλήσεις έτους βάσης) X 100. Τα ετήσια μελλοντικά έσοδα της επιχείρησης από πωλήσεις υπολογίζονται λαμβάνοντας υπόψη τις εκτιμηθείσες ποσότητες και τιμές.

**3° Βήμα: Εκτίμηση του κόστους των υλικών που απαιτούνται για την άμεση παραγωγή των προϊόντων προς πώληση.** Η ποσότητα των υλικών που απαιτούνται για την παραγωγή των προϊόντων προς πώληση ορίζεται λαμβάνοντας υπόψη τις τεχνικές προδιαγραφές και τις ποσότητες των πωλούμενων προϊόντων.

**4° Βήμα: Εκτίμηση των εξόδων της εκμετάλλευσης.** Διακρίνονται τα άμεσα και τα έμμεσα έξοδα. Ειδικότερα, η εκτίμηση των εξόδων εκμετάλλευσης πραγματοποιείται με βάση τα άμεσα εργατικά (ημερομίσθια), τα οποία κινούνται ανάλογα με τα παραγόμενα προϊόντα και τα έμμεσα, τα οποία εκτιμώνται σε συνάρτηση με τα άμεσα εργατικά ή τις πωλήσεις. Τέτοια είναι τα λοιπά γενικά βιομηχανικά έξοδα, τα έξοδα διοίκησης, τα έξοδα διάθεσης, τα έξοδα χρηματοδότησης και οι αποσβέσεις με βάση το μέσο ποσοστό απόσβεσης της τελευταίας πενταετίας.

## 3.2. Η μέθοδος της καθαρής περιουσιακής θέσης

Η μέθοδος της Καθαρής Περιουσιακής Θέσης (Κ.Π.Θ.), η οποία χρησιμοποιείται κατά την αποτίμηση, λαμβάνει υπόψη μόνο τα στοιχεία που περιλαμβάνονται στον Ισολογισμό. Η Καθαρή Περιουσιακή Θέση συνιστά τα Ίδια Κεφάλαια ενώ στη μέθοδο επιδρούν σημαντικά οι βασικές υποθέσεις. Έξοδα όπως αυτά της ίδρυσης ή της εγκατάστασης μιας επιχείρησης πρέπει να συμπεριλαμβάνονται κατά την αποτίμηση αν και ενδέχεται να προκαλέσουν αλλοίωση στην τελική απεικόνιση των οικονομικών της στοιχείων. Κατά την αποτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης χρησιμοποιώντας τη μέθοδο της Καθαρής Περιουσιακής Θέσης (Κ.Π.Θ.), ο εκτιμητής μπορεί να χρησιμοποιήσει τις ακόλουθες επιλογές:<sup>1</sup>

- 1) Αποδοχή των λογιστικών κανόνων και αρχών. Σε αυτή τη περίπτωση ο εκτιμητής ταυτίζει την Καθαρή Περιουσιακή Θέση με τα Ίδια Κεφάλαια. Ως εκ τούτου, προκύπτει η Λογιστική Καθαρή Θέση η οποία αφενός πλεονεκτεί, καθώς παρουσιάζει ευχέρεια προσδιορισμού

---

<sup>1</sup>Sammer et al 2010

και αφετέρου μειονεκτεί στο επίπεδο χρησιμότητας. Έχοντας ως βάση την Λογιστική Καθαρή Θέση, τα περιουσιακά στοιχεία εμφανίζονται με τη λογιστική τους αξία, η οποία όμως δεν ανταποκρίνεται με κανένα δυνατό τρόπο στην τρέχουσα.

- 2) Απόρριψη των δεδομένων. Κατά το στάδιο αυτό, ο εκτιμητής θα πρέπει να φροντίσει να πραγματοποιηθούν όλες οι επιβεβλημένες μεταβολές και τροποποιήσεις. Για να το επιτύχει αυτό θα πρέπει να λαμβάνει πάντοτε υπόψη τις επιταγές των τρέχουσων αξιών ή των αξιών αντικατάστασης.

### **3.2.1. Η διαδικασία εφαρμογής της μεθόδου (εκτίμηση αξιών, κυβερνητική πολιτική, φορολογία)**

Λόγω της απλότητάς της, η μέθοδος της Καθαρής Περιουσιακής Θέσης (Κ.Π.Θ.) είναι εκείνη που επιλέγεται συχνότερα για την αποτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης. Αυτή η μέθοδος βασίζεται στην παραδοχή ότι η αξία της επιχείρησης ισούται με την Καθαρή Περιουσιακή Θέση. Ως εκ τούτου, ίσως η πλέον σημαντική παράμετρος είναι ο ακριβής προσδιορισμός του ισολογισμού, ενώ ακολουθούν και οι υπόλοιπες οικονομικές καταστάσεις. Εφαρμόζοντας τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα, είναι ιδιαίτερα σημαντικός και ο έλεγχος των στοιχείων του ισολογισμού. Ο ορκωτός ελεγκτής λογιστής δεν πρέπει μόνο να προσδιορίζει τα αξιοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία αλλά και να πραγματοποιεί το συνολικό έλεγχο των καταστάσεων. Κατά τη διενέργεια της μεθόδου Καθαρής Περιουσιακής Θέσης (Κ.Π.Θ.) είναι απαραίτητο να γίνεται η συνεκτίμηση των εξής:<sup>1</sup>

- 1) Η αξία των στοιχείων ενεργητικού – παθητικού. Τα στοιχεία του ενεργητικού και του παθητικού θα πρέπει να αναλυθούν εκτενώς από τον εκτιμητή. Όσον αφορά το Ενεργητικό γίνεται επανεκτίμηση των ίδιων κεφαλαίων στη βάση ανάλυσης των σχετιζόμενων λογαριασμών. Ειδικότερα, η επανεκτίμηση πραγματοποιείται αφού εκτιμηθούν τα επίπεδα κερδοφορίας της επιχείρησης, η δυνατότητα της επιχείρησης να αξιοποιήσει προς το όφελός της το παραγωγικό δυναμικό της, οι δυνατότητες αξιοποίησης του παραγωγικού δυναμικού, η αξιοποίηση των ενεργειακών πόρων και απαλείφοντας τη βασική λογιστική αρχή το ιστορικό κόστος. Για το Παθητικό, διερευνώνται τα επίπεδα των υποχρεώσεων που ενδεχομένως να έχουν είτε υπερτιμηθεί είτε υποτιμηθεί.
- 2) Η επίδραση της κυβερνητικής αναπτυξιακής πολιτικής. Η επιλεγείσα κυβερνητική αναπτυξιακή πολιτική επιδρά σε στοιχεία, όπως τα

---

<sup>1</sup>Sammer et al 2010, Λαζαρίδης 2005

αφορολόγητα αποθεματικά, τις αποσβέσεις και τις επιδοτήσεις για την αγορά παγίων. Μια ενδεχομένη αύξηση στα επίπεδα των αφορολόγητων αποθεματικών δύναται να μειώσει τη φορολογία για την τρέχουσα αλλά και για τις αμέσως μετέπειτα περιόδους. Ακόμη, μια ενδεχόμενη αύξηση στις αποσβέσεις επηρεάζει το ποσό του τελικού κέρδους που προκύπτει, ενώ οι όποιες επιδοτήσεις έχουν τη δυνατότητα να διαστρεβλώσουν την αξία των στοιχείων ενεργητικού, και έτσι να επιβάλλουν στον εκτιμητή να μεταβάλει τις τελικές του εκτιμήσεις.

- 3) Η επίδραση της φορολογίας. Η φορολογία επηρεάζει τόσο λόγω των κυβερνητικών επιλογών όσο και λόγω του φορολογικού συστήματος και πολιτικής που υιοθετείται.

### **3.2.2. Δεδομένα εφαρμογής της μεθόδου**

Η μέθοδος της Καθαρής Περιουσιακής Θέσης (Κ.Π.Θ.), όπως προαναφέρθηκε, στηρίζει τους υπολογισμούς της αποκλειστικά στις όποιες πληροφορίες παρέχονται από τον Ισολογισμό. Η καθαρή περιουσιακή θέση προσδιορίζεται, ακολουθώντας έναν από τους παρακάτω τύπους ανάλογα με το ποιος ανταποκρίνεται καλύτερα στην τελική αποτίμηση:<sup>1</sup>

$$(1) \text{ Καθαρή Περιουσιακή Θέση} = \text{Σύνολο Ενεργητικού} - \text{Προβλέψεις} - \text{Υποχρεώσεις}$$

Με βάση αυτόν τον τύπο, η Καθαρή Θέση συνιστά υπολειμματικό μέγεθος, το οποίο προκύπτει αφού αφαιρεθεί από το σύνολο, το Ενεργητικό των Προβλέψεων και των Υποχρεώσεων. Εν συνεχεία παρατίθεται ένας δεύτερος τύπος υπολογισμού:

$$(2) \text{ Καθαρή Περιουσιακή Θέση} = (\text{Πάγιο Ενεργητικό} - \text{Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις}) + (\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό} - \text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις})$$

Το αποτέλεσμα που προκύπτει από την αφαίρεση των Μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων από το Πάγιο Ενεργητικό αντικατοπτρίζει το βαθμό, στον οποίο τα πάγια στοιχεία ενεργητικού καλύπτονται από μακροπρόθεσμα ξένα

---

<sup>1</sup>JBR 2002, Λαζαρίδης 2005

κεφάλαια. Η διαφορά Κυκλοφορούν Ενεργητικό – Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις, απεικονίζει το βαθμό κάλυψης του Κυκλοφορούντος Ενεργητικού από τα Βραχυπρόθεσμα Ξένα Κεφάλαια.<sup>1</sup>

### **(3) Καθαρή Περιουσιακή Θέση = Μετοχικό Κεφάλαιο + Σύνολο**

**Αποθεματικών + Αποτελέσματα προηγούμενων χρήσεων + Αποτελέσματα  
χρήσεως εις νέον**

Η παραπάνω σχέση επικεντρώνεται στο Μετοχικό Κεφάλαιο της επιχείρησης και περιορίζεται για τον υπολογισμό στο τμήμα του Παθητικού. Η αυξημένη αξιοπιστία των οικονομικών καταστάσεων και ειδικότερα του Ισολογισμού, αποτελεί ενδεχομένως το κυριότερο στοιχείο για την εφαρμογή της μεθόδου της Καθαρής Περιουσιακής Θέσης. Αναλυτικότερα, ο εκτιμητής πρέπει να λαμβάνει υπόψη του όλους τους περιορισμούς και τις επιφυλάξεις που παρατίθενται, ενώ η αποτίμηση πρέπει να πραγματοποιείται χρησιμοποιώντας τις αξίες των στοιχείων του Ενεργητικού και Παθητικού, οι οποίες έχουν αναχθεί σε πραγματικές αξίες.<sup>2</sup>

### **3.3. Η μέθοδος της υπερπροσόδου**

Οι επιχειρήσεις στοχεύουν κατά κύριο λόγο στην παραγωγή κερδών και υπερπροσόδων. Κατά την εκτίμηση της αξίας μια επένδυσης, η επένδυση θα πρέπει να συγκρίνεται με μία άλλη ομοειδή ή με μία η οποία έχει εξασφαλισμένες προσόδους. Η μέθοδος της υπερπροσόδου βασίζεται στη δημιουργία υπερπροσόδων από τη μεριά της επιχείρησης. Ως εκ τούτου, δεν είναι εφικτό να αποτιμηθεί με αυτή τη μέθοδο η αξία μιας επιχείρησης, η οποία στερείται υπερπροσόδων ή κερδών.<sup>3</sup>

Όταν χρησιμοποιείται η μέθοδος της υπερπροσόδου, ο εκτιμητής πρέπει αρχικά να διενεργεί αποτίμηση της καθαρής περιουσιακής θέσης της επιχείρησης και έπειτα να αθροίζει την παρούσα αξία των υπερπροσόδων, τις οποίες έχει υπολογίσει. Η τελική αξία της επιχείρησης προκύπτει αθροίζοντας το σύνολο των παραγωγικών συντελεστών. Αυτό το βήμα είναι και το πλεονέκτημα της συγκεκριμένης μεθόδου έναντι εκείνης της καθαρής περιουσιακής θέσης. Τα κύρια γνωρίσματα της εν λόγω μεθόδου είναι τα ακόλουθα:<sup>4</sup>

---

<sup>1</sup>Λαζαρίδης 2005

<sup>2</sup>JBR 2002

<sup>3</sup>Λαζαρίδης 2005

<sup>4</sup>West 2002



1. Η φορολογία δεν μπορεί να συμμετάσχει ως παράγοντας αποτίμησης. Πιο συγκεκριμένα, οι επιχειρήσεις με υψηλότερο συντελεστή φορολογίας ευνοούνται, καθότι στην τελική αποτίμηση δεν συμμετέχουν η φορολογία και οι όποιες επιδράσεις της.
2. Δεν συμμετέχουν τα δάνεια. Παρότι τα δάνεια αποτελούν βασική πηγή άντλησης κεφαλαίων, δεν συμπεριλαμβάνονται στον υπολογισμό, οδηγώντας έτσι στην αισθητή διαφοροποίηση της αξίας της επιχείρησης.
3. Η επιχειρηματικότητα συνεκτιμάται. Στην περίπτωση που κάποιο τμήμα των κεφαλαίων της επιχείρησης μένει αναξιοποίητο, τότε η τελική αποτίμηση στηρίζεται στα απασχολούμενα κεφάλαια.
4. Δεν συμπεριλαμβάνονται κατά την αποτίμηση τα έκτακτα οργανικά έσοδα και έξοδα. Αυτό το σημείο προκαλεί αποκλίσεις στην αποτίμηση.
5. Δεν λαμβάνεται υπόψη ο οικονομικός, επιχειρηματικός και επενδυτικός κύκλος. Αυτό οδηγεί σε διαφορά στην αφετηρία υπολογισμού των μελλοντικών υπερπροσόδων.
6. Ενδέχεται να μην είναι επαρκές το διάστημα της πενταετίας. Ειδικότερα, όταν οι επενδύσεις έχουν απόδοση μετά την τετραετία, οι υπερπρόσοδοι, οι οποίες υπολογίζονται, είναι χαμηλές.

### **3.3.1. Δεδομένα εφαρμογής της μεθόδου**

Η μέθοδος της υπερπροσόδου υλοποιείται βασιζόμενη σε υπολογισμούς που έχουν να κάνουν με την Καθαρή Περιουσιακή Θέση της επιχείρησης. Ο αναλυτής υπολογίζει την Κ.Π.Θ. τηρώντας συγκεκριμένες υποθέσεις και στη συνέχεια εφαρμόζει τη μέθοδο της υπερπροσόδου. Υποθέσεις και παραδοχές αποτελούν τα εξής:<sup>1</sup>

- 1) Ύπαρξη αυξημένων κερδών για την επιχείρηση.
- 2) Πληροφόρηση επιτοκίου τρέχοντος έτους ώστε οι προβλέψεις να κινούνται σε ασφαλή πλαίσια.
- 3) Ολοκλήρωση διαδικασιών αποτίμησης της Κ.Π.Θ.
- 4) Σταθερές λογιστικές αρχές και πολιτικές.
- 5) Υπολογισμός οργανικών κερδών δίχως να συμπεριλαμβάνονται τα έκτακτα και ανόργανα έσοδα και έξοδα.
- 6) Υπολογισμός αποσβέσεων στα οργανικά κέρδη.
- 7) Λειτουργία επιχείρησης για διάστημα τουλάχιστον μιας πενταετίας.

---

<sup>1</sup>Λαζαρίδης 2005

- 8) Διάκριση μη απασχολούμενων παγίων στην παραγωγική διαδικασία.
- 9) Στα έσοδα και στα έξοδα δεν λαμβάνονται υπόψη έκτακτα και ανόργανα έσοδα - έξοδα.

### **3.3.2. Η διαδικασία εφαρμογής της μεθόδου της υπερπροσόδου**

Η μέθοδος της υπερπροσόδου δύναται να χρησιμοποιηθεί είτε με αξιοποίηση των ιστορικών δεδομένων της επιχείρησης είτε μέσω προβλέψεων. Στην περίπτωση που ο εκτιμητής ακολουθήσει την αποτίμηση αξίας στηριζόμενος αποκλειστικά σε ιστορικά στοιχεία, για τον υπολογισμό της διενεργούνται οι εξής επιμέρους υπολογισμοί:<sup>1</sup>

- 1) Οργανικών κερδών προηγούμενης πενταετίας.
- 2) Απασχολούμενο κεφάλαιο ή προσαρμοσμένων ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης.
- 3) Τόκων απασχολούμενου κεφαλαίου.
- 4) Υπερπροσόδου.
- 5) Μέσου όρου υπερπροσόδων.
- 6) Συντελεστής προεξόφλησης.
- 7) Παρούσα αξία.

Ειδικά για την περίπτωση του υπολογισμού της παρούσας αξίας, ο τύπος που θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη είναι ο εξής:

$$\text{Παρούσα Αξία Υπερπροσόδων (Π.Α.Υ.)} = \frac{\text{Μέσος όρος υπερπροσόδων}}{\text{Συντελεστή προεξόφλησης}}$$

Με τον παραπάνω τύπο μπορούν να υπολογίζονται οι υπερπρόσοδοι για συνεχόμενα έτη και χωρίς χρονικά όρια. Στην Παρούσα Αξία Υπερπροσόδων (Π.Α.Υ.) προστίθεται και η καθαρή περιουσιακή θέση της επιχείρησης δίνοντας την τελική αξία. Στην περίπτωση αποτίμησης με προβλέψεις, η υπερπρόσοδος υπολογίζεται ως εξής:<sup>2</sup>

- 1) Υπολογισμός προσαρμογών στις καταστάσεις αποτελεσμάτων χρήσης.
- 2) Προσαρμογή του ισολογισμού βάση εκτίμησης.

---

<sup>1</sup>Λαζαρίδης 2005

<sup>2</sup>Λαζαρίδης 2005, Αρτίκης 1996

- 3) Υπολογισμός οργανικών κερδών για το διάστημα που αφορούν οι προβλέψεις.
- 4) Υπολογισμός απασχολούμενου κεφαλαίου ή προσαρμοσμένων ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης.
- 5) Υπολογισμός των προσαρμοσμένων ιδίων κεφαλαίων ή των τόκων του κεφαλαίου που απασχολείται.
- 6) Υπολογισμός υπερπροσόδου.
- 7) Υπολογισμός συντελεστή προεξόφλησης.
- 8) Υπολογισμός παρούσας αξίας υπερπροσόδων με το συντελεστή προεξόφλησης.

Αν και η πορεία υπολογισμών με τη συγκεκριμένη μέθοδο δείχνει πολύπλοκη εντούτοις ως μέθοδος είναι σχετικά απλή. Η δυσκολία της εντοπίζεται στο σημείο εκείνο όπου οι προβλέψεις θα πρέπει να είναι τέτοιες ώστε να μην επιδέχονται αμφισβητήσεις. Στις περισσότερες περιπτώσεις ακολουθείται η μέθοδος υπολογισμού της υπερπροσόδου στη βάση προβλέψεων καθώς η στήριξη σε αποκλειστικά ιστορικά στοιχεία ενέχει σημαντικούς περιορισμούς.

### 3.4. Η μέθοδος της προστιθέμενης οικονομικής αξίας

Η μέθοδος της προστιθέμενης οικονομικής αξίας από τη χρονική στιγμή που εμφανίστηκε και έπειτα, όλο και περισσότερο χρησιμοποιείται στη διαδικασία της αποτίμησης της αξίας μιας επιχείρησης. Η συγκεκριμένη μέθοδος πλεονεκτεί έναντι υπολοίπων σε στοιχεία όπως ο ρόλος της διοίκησης αναφορικά με την επίτευξη των οικονομικών στόχων, της εταιρικής διακυβέρνησης, της δομής και της διοίκησης. Η μέθοδος της προστιθέμενης οικονομικής αξίας θεωρείται μια ιδιαίτερος αποτελεσματική μέθοδος αξιολόγησης της αξίας μιας επιχείρησης καθώς στηρίζεται σε λογιστικά στοιχεία που έχουν ιστορικό χαρακτήρα με τους όποιους συνδυασμούς ενδέχεται να συνοδεύονται εκείνα.<sup>1</sup> Ο τύπος υπολογισμού της προστιθέμενης οικονομικής αξίας είναι ο εξής:

$$\text{Προστιθέμενη Οικονομική Αξία (Π.Ο.Α.)} = \text{Καθαρά Έσοδα Μετά Φόρων} - (\text{Επενδυμένα Κεφάλαια} * \text{Μέσο Κόστος Κεφαλαίου})$$

Το Μέσο Κόστος Κεφαλαίου λαμβάνει υπόψη του τις προσδοκίες των επενδυτών, των δανειστών, των μετόχων της επιχείρησης και γενικά όλων των ενδιαφερόμενων μερών. Εναλλακτικά, η Προστιθέμενη Οικονομική Αξία (Π.Ο.Α.) μπορεί να υπολογιστεί λαμβάνοντας υπόψη χρηματοοικονομικά δεδομένα μέσω του παρακάτω τύπου:

---

<sup>1</sup>Geyser & Liebenberg 2003

**Προστιθέμενη Οικονομική Αξία (Π.Ο.Α.) = Απόδοση Επενδύσεων  
(ROI) - Μεσοσταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (WACC) \* Επενδυμένο  
Κεφάλαιο**

Τα επίπεδα τιμών από τον υπολογισμό της Προστιθέμενης Οικονομικής Αξίας μπορεί να είναι θετικά ή αρνητικά με διαφορετική κατά περίπτωση ερμηνεία. Ειδικότερα, η θετική τιμή δείχνει κέρδη μεγαλύτερα, ύστερα από τη σχετική φορολόγηση, με κριτήριο τα χρησιμοποιούμενα κεφάλαια ενώ αντιθέτως, μια αρνητική τιμή δηλώνει κόστος κεφαλαίων μεγαλύτερο συγκριτικά με τα κέρδη.<sup>1</sup> Για τον υπολογισμό της αγοραίας αξίας εφαρμόζεται ο εξής τύπος:

$$\text{Αγοραία Αξία} = \text{Λογιστική Αξία Μετοχικού Κεφαλαίου} + \text{Παρούσα Αξία Μελλοντικών Π.Ο.Α.}$$

Για την ερμηνεία της Προστιθέμενης Οικονομικής Αξίας λαμβάνονται υπόψη δεδομένα όπως η επιμέτρηση, το σύστημα διοίκησης και κινήτρων αλλά και η συνολική επιχειρησιακή κουλτούρα. Η Παρούσα Οικονομική Αξία αποτελεί ένα τα πιο αξιόλογα εργαλεία επιμέτρησης της εταιρικής απόδοσης καθώς συμπεριλαμβάνει ένα μεγάλο σύνολο χρηματοοικονομικών στοιχείων. Σε επίπεδο διοίκησης η πληροφόρηση είναι τόσο πλήρης ώστε να παρέχεται η δυνατότητα λήψης όλων των αναγκαίων αποφάσεων ενώ παρέχει αυξημένα κίνητρα απόδοσης στο διευθυντικό προσωπικό. Τέλος, λαμβάνοντας υπόψη τα στοιχεία της Π.Ο.Α. διαφοροποιείται συνολικά ο τρόπος λειτουργίας και οργάνωσης της επιχείρησης.<sup>2</sup>

### **3.4.1. Δεδομένα εφαρμογής της μεθόδου**

Κατά την εφαρμογή της μεθόδου της Προστιθέμενης Οικονομικής Αξίας, υπάρχει μια σειρά στοιχείων που θα πρέπει να ληφθούν υπόψη ώστε τα αποτελέσματα να είναι όσο το δυνατόν πληρέστερα. Ειδικότερα:<sup>3</sup>

- 1) Ως αρχή αποτίμησης στη συγκεκριμένη μέθοδο λαμβάνεται η αξιολόγηση των επενδύσεων με τη χρήση χρηματοοικονομικών δεικτών (π.χ.ROI).
- 2) Το επενδεδυμένο κεφάλαιο είναι το άθροισμα Ίδιων και Ξένων Κεφαλαίων.

---

<sup>1</sup>Λαζαρίδης 2005, Αρτίκης 1996

<sup>2</sup>Geysler & Liebenberg 2003

<sup>3</sup>Bottger 1999

- 3) Η αναμενόμενη επιπλέον απόδοση του επιτοκίου χωρίς απόδοση από την πλευρά των μετόχων έχει ως βάση υπολογισμού την αντίστοιχη ενός αξιόγραφου(π.χ. κρατικών).

### **3.4.2. Διαδικασία εφαρμογής της μεθόδου της προστιθέμενης οικονομικής αξίας**

Για την υλοποίηση της μεθόδου της Προστιθέμενης Οικονομικής Αξίας λαμβάνεται υπόψη η σύγκριση μεταξύ εναλλακτικού κόστους - κέρδους που χρησιμοποιείται στη δημιουργία εσόδων και κερδών. Η κεντρική φιλοσοφία της μεθόδου παρουσιάζει ομοιότητες με τις αντίστοιχες της υπερπροσόδου και των ταμειακών ροών. Επομένως, πριν την εφαρμογή της καθίσταται αναγκαίο να διατυπωθούν και να τηρηθούν σαφείς υποθέσεις. Τα αποτελέσματα της μεθόδου ουσιαστικά είναι τα ίδια με την Προεξόφληση των Ταμειακών Ροών ή την Καθαρά Παρούσα Αξία. Ωστόσο, τόσο οι ταμειακές ροές όσο και η Καθαρή Παρούσα Αξία δεν είναι αξιοποιήσιμες αναφορικά με την καταγραφή της απόδοσης ενώ σε σχέση με τη μέθοδο της υπερπροσόδου οι διαφοροποιήσεις εστιάζουν στον ορισμό του εσόδου και του κεφαλαίου<sup>1</sup>.

Ακολουθώντας τον τύπο Προστιθέμενη Οικονομική Αξία (Π.Ο.Α.) = Καθαρά Έσοδα Μετά Φόρων – (Επενδυμένα Κεφάλαια \* Μέσο Κόστος Κεφαλαίου), ο υπολογισμός της Προστιθέμενης Οικονομικής Αξίας ξεκινά με τα στοιχεία ενεργητικού για να καταλήξει στο επενδεδυμένο κεφάλαιο. Το κόστος κεφαλαίου είναι ίσο με τα επενδεδυμένα κεφάλαια επί το Μεσοσταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (WACC) ενώ για τον υπολογισμό των επενδεδυμένων κεφαλαίων ακολουθείται ο εξής τύπος:

$$\text{Επενδεδυμένα Κεφάλαια} = \text{Σύνολο Ενεργητικού} - \text{Βραχυχρόνιες Υποχρεώσεις (Μη Τοκιζόμενες)}$$

Με βάση τον τύπο Προστιθέμενη Οικονομική Αξία (Π.Ο.Α.) = Απόδοση Επενδύσεων (ROI) - Μεσοσταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (WACC) \* Επενδυμένο Κεφάλαιο ξεκινά ο υπολογισμός με τις υποχρεώσεις, ακολουθεί η προσθήκη του μετοχικού κεφαλαίου και των ισοδυνάμων του για να προκύψει το επενδεδυμένο κεφάλαιο. Ακολουθώντας, υπολογίζεται το κόστος κεφαλαίου μέσω του μεσοσταθμικού κόστους ενώ το ποσό του κόστους κεφαλαίου αφαιρείται από τα καθαρά λειτουργικά κέρδη μετά από φόρους με τελικό αποτέλεσμα την προστιθέμενη οικονομική αξία. Η διαφορά έγκειται και στον υπολογισμό των επενδεδυμένων κεφαλαίων όπου ισχύει:<sup>2</sup>

<sup>1</sup>Ο' Byrne 1996

<sup>2</sup>Λαζαρίδης 2005, Αρτίκης 1996

$$\text{Επενδεδυμένα Κεφάλαια} = \text{Μετοχικό Κεφάλαιο} + \text{Αποθεματικά} + \text{Υποχρεώσεις}$$

### 3.5. Αποτίμηση με βάση χρηματιστηριακές μεθόδους

Μια διαφορετική προσέγγιση της αποτίμησης επιτυγχάνεται αξιοποιώντας τους χρηματιστηριακούς δείκτες. Οι συγκεκριμένες μέθοδοι χρησιμοποιούνται κυρίως από χρηματιστηριακές εταιρείες και τράπεζες καθώς η πληροφόρηση που παρέχεται είναι συγκεκριμένου χαρακτήρα και αφορά τις συγκεκριμένες ομάδες ενδιαφερομένων. Ανάμεσα στις χρηματιστηριακές μεθόδους διακρίνονται οι εξής:<sup>1</sup>

- 1) Μέθοδος χρηματιστηριακής τιμής.
- 2) Μέθοδος προεξόφλησης μελλοντικών μερισμάτων.
- 3) Μέθοδος P/E - EPS
- 4) Μέθοδος Συνολικής Απόδοσης Μετοχών (TRS).
- 5) Μέθοδος της επιτροπής κεφαλαιαγοράς.

Η ανάγκη συνεχούς παρακολούθησης της πορείας συγκεκριμένων οικονομικών στοιχείων «υποχρεώνει» χρηματιστηριακές εταιρείες, χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και θεσμικούς επενδυτές να υιοθετούν την εφαρμογή των συγκεκριμένων μεθόδων. Για κάθε μια από τις χρηματιστηριακές μεθόδους υπάρχει μια σειρά υποθέσεων και δεδομένων που θα πρέπει να τηρούνται κατά την αποτίμηση. Ειδικά, για τη μέθοδο της χρηματιστηριακής τιμής η κεντρική υπόθεση εστιάζει στην ύπαρξη αγοράς όπου οι τιμές των μετοχών προσαρμόζονται άμεσα σε κάθε νέα πληροφορία, στην προεξόφληση των μελλοντικών μερισμάτων όπου ο επενδυτής πρέπει να είναι μακροχρόνιος και να βασίζει την επιλογή της επένδυσης του αποκλειστικά και μόνον στα μερίσματα που θα εισπράττει από τις μετοχές της επιχείρησης, ενώ στη μέθοδο P/E – EPS θα πρέπει να χρησιμοποιείται σε συνδυασμό με ποιοτικές πληροφορίες, όπως ο κλάδος στον οποίο εντάσσεται η επιχείρηση, οι συνθήκες ανταγωνισμού, η σύνθεση των μετόχων κλπ. Η μέθοδος της Συνολικής Απόδοσης Μετόχου (TRS) ακολουθεί τις υποθέσεις που ακολουθούν και οι παραπάνω μέθοδοι, αποτελώντας ουσιαστικά τη προέκτασή τους, ενώ σε εκείνη της επιτροπής κεφαλαιαγοράς θα πρέπει να

---

<sup>1</sup>Bernard 1994, Gottwald 2012

τηρούνται οι υποθέσεις που τηρούνται και στη μέθοδο της καθαρής περιουσιακής θέσης.<sup>1</sup>

### **3.5.1. Δεδομένα εφαρμογής των χρηματιστηριακών μεθόδων**

Ανάλογα με τη μέθοδο που επιλέγεται ακολουθούνται διαφορετικά δεδομένα. Για την εφαρμογή και αξιοποίηση των δυνατοτήτων της μεθόδου της χρηματιστηριακής τιμής, θα πρέπει είναι γνωστή η χρηματιστηριακή τιμή της επιχείρησης τη συγκεκριμένη χρονική στιγμή με άντληση στοιχείων από το διαδίκτυο, τις οικονομικές εφημερίδες κλπ. Αναφορικά με τα επίπεδα προβλέψεων χρησιμοποιούνται τόσο χρηματοοικονομικά δεδομένα όσο και τεχνικές αναλύσεις.<sup>2</sup>

Η μέθοδος της προεξόφλησης των μελλοντικών μερισμάτων για την εφαρμογή της ακολουθεί δεδομένα ανάλογα με τις υποθέσεις που διατυπώνονται. Με αυτό το τρόπο η, προεξόφληση μπορεί να προκύψει μέσω των χρηματοοικονομικών στοιχείων, μέσω των μερισμάτων που διατηρούν σταθερή ανοδική πορεία ή μέσω προεξόφλησης δύο (2) ή τριών (3) σταδίων. Στη περίπτωση των χρηματοοικονομικών στοιχείων λαμβάνονται υπόψη το μέρισμα, το επιτόκιο κινδύνου και ο ρυθμός μεταβολής ενώ όταν επιλεγθεί να ακολουθηθεί η λογική των σταδίων θεωρείται μια καθορισμένη περίοδος ως περίοδος ανόδου των μερισμάτων και έπειτα επιστρέφουν σε κανονικούς ρυθμούς.

Η μέθοδος P/E – EPS είναι πιο απλή κατά την εφαρμογή της χάρη σε διαθέσιμα οικονομικά στοιχεία, τα οποία δίνονται από οικονομικές καταστάσεις, όπως επίσης και την πλήρη χρηματιστηριακή πληροφόρηση που εξασφαλίζεται από τις εν λόγω εταιρείες. Η μέθοδος της Συνολικής Απόδοσης Μετόχου (TRS) υπολογίζεται αν αθροιστεί η αγοραία τιμή του μετοχικού κεφαλαίου και των μερισμάτων. Τέλος, στη μέθοδο αποτίμησης της επιτροπής κεφαλαιαγοράς, η οποία είναι αποτέλεσμα της διαφοράς της αγοραίας αξία του μετοχικού κεφαλαίου και των λοιπών υποχρεώσεων (δανείων) και του ποσού του επενδυμένου κεφαλαίου, τα δεδομένα που χρησιμοποιούνται, αντλούνται από τη χρηματοοικονομική πληροφόρηση που προσφέρουν οι οικονομικές καταστάσεις, οι εκθέσεις κλπ.<sup>3</sup>

---

<sup>1</sup>Micu 2006

<sup>2</sup>Cengage 2009

<sup>3</sup>Gottwaldov, 2012, Cengage2009, Λαζαρίδης 2005

### **3.6. Μέθοδος συγκριτικής ανάλυσης εισηγμένων εταιριών και χρήση δεικτών κεφαλαιαγοράς**

Η χρήση των χρηματιστηριακών δεικτών όπως προαναφέρθηκε, εστιάζει σε μια προσπάθεια αποτίμησης αξιοποιώντας όλα τα διαθέσιμα χρηματιστηριακά δεδομένα. Ωστόσο, πέραν των συγκεκριμένων μεθόδων υπάρχει και η δυνατότητα αποτίμησης αξιοποιώντας συνδυαστικά τους δείκτες. Η αποτίμηση της αξίας της επιχείρησης αξιοποιώντας τα οφέλη κάθε δείκτη μπορεί να αποφέρει ένα σαφέστερο και ακριβέστερο αποτέλεσμα. Η συγκριτική ανάλυση εισηγμένων εταιριών με τη χρήση δεικτών κεφαλαιαγοράς υιοθετείται από αρκετούς αναλυτές έναντι άλλων μεθόδων όπως της μεθόδου των προεξοφλημένων ταμειακών ροών, καθότι η παρεχόμενη πληροφόρηση είναι πολλαπλάσια.<sup>1</sup>

Η χρήση περισσότερων δεικτών ταυτόχρονα προσφέρει εξάλειψη των μειονεκτημάτων του κάθε δείκτη προσφέροντας πληρέστερη οικονομική και ποιοτική πληροφόρηση. Για το λόγο αυτό αποτελεί ζήτημα μείζονος σημασίας οι δείκτες που επιλέγονται όχι μόνο να παρέχουν τη σωστή πληροφόρηση αλλά και να συνδυάζονται με κατάλληλο τρόπο. Η αποτίμηση της αξίας χρησιμοποιώντας πολλαπλούς δείκτες προσφέρει ένα πληρέστερο και ακριβέστερο αποτέλεσμα ενώ εντοπίζονται ευκολότερα τυχόν αστοχίες υπολογισμών και εκτιμήσεων. Οι βασικές παραδοχές και υποθέσεις που θα πρέπει να τηρούνται είναι η παρουσία υψηλών χρηματιστηριακών δεικτών και η δημιουργία υψηλών κινήτρων στους επενδυτές, όπως ότι η επένδυση σε μετοχές θα τους αποφέρει μελλοντικά μεγαλύτερα κέρδη ή πως η μετοχή θα αυξήσει την απόδοσή της. Τέλος, ειδική μνεία για τον εκτιμητή θα πρέπει να αποτελεί η ύπαρξη των ιστορικών στοιχείων ώστε να μπορεί να εκτιμήσει μελλοντικές αποδόσεις με όσο το δυνατόν πληρέστερη πληροφόρηση.<sup>2</sup>

#### **3.6.1. Δεδομένα εφαρμογής της μεθόδου εισηγμένων εταιριών και χρήση δεικτών κεφαλαιαγοράς**

Για την εφαρμογή της μεθόδου των εισηγμένων εταιριών με τη χρήση δεικτών κεφαλαιαγοράς υπάρχει μια σειρά δεδομένων, στοιχείων αλλά και βημάτων που θα πρέπει να ακολουθούνται. Ειδικότερα, για την εφαρμογή της μεθόδου και την ουσιαστική έκβαση ασφαλών αποτελεσμάτων θα πρέπει να τηρηθούν τα εξής:<sup>3</sup>

---

<sup>1</sup>Dumitrean 2009

<sup>2</sup>Κατσουρής & Μπάκας 2008, Gottwald 2012

<sup>3</sup>Gottwald 2012, Λαζαρίδης 2005, Αρτίκης 1996



- 1) Καθορισμός δεικτών. Οι δείκτες απαιτείται να προσδιορίζονται συγκεκριμένα και να καθορίζονται έτσι ώστε να παρέχεται χρήσιμη πληροφόρηση.
- 2) Περιγραφή δεικτών. Ο κάθε δείκτης θα πρέπει να φανερώνει αναλυτικά την πορεία που πραγματοποιήθηκε ώστε να αντληθούν τα δεδομένα, ενώ θα πρέπει να είναι γνωστά και κλαδικά δεδομένα και πιθανές εκτιμήσεις απόδοσης των οικονομικών στοιχείων.
- 3) Ανάλυση δεικτών. Οι δείκτες θα πρέπει να αναλύονται πλήρως σε σχέση με τους προσδιοριστικούς τους παράγοντες καθώς και ο βαθμός επίδρασης κάθε δεδομένου στη διαμόρφωσή τους.
- 4) Επιλογή δεικτών και εύρεση συγκρίσιμης επιχείρησης. Την επιλογή των κατάλληλων δεικτών ακολουθεί η επιλογή της κατάλληλης επιχείρησης ώστε η όποια σύγκριση να επιφέρει ουσιαστικά αποτελέσματα. Η επιλεγόμενη επιχείρηση θα πρέπει να εμφανίζει στοιχεία οικονομικού και χρηματοοικονομικού χαρακτήρα που εμφανίζουν ομοιότητες με την υπό εξέταση επιχείρηση. Καθοριστικής σημασίας είναι η χρονική περίοδος εξέτασης, ο κλάδος δραστηριοποίησης και ο τύπος δραστηριοποίησης.

## **Κεφάλαιο 4: Ανάπτυξη Εφαρμογής Αποτίμησης Επιχειρήσεων στο Microsoft Excel**

## 4.1. Παράδειγμα εφαρμογής της μεθόδου καθαρής περιουσιακής θέσης

Κατά την αποτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης, πρέπει να αντλούνται πληροφορίες από την κατάρτιση ή την προσαρμογή του ισολογισμού, έτσι ώστε να εξάγονται ασφαλή συμπεράσματα. Ακόμη, θα πρέπει να συγκρίνονται τα ίδια κεφάλαια με τα αντίστοιχα ομοειδών επιχειρήσεων. Ωστόσο, πρέπει να τονιστεί το γεγονός ότι η επιχείρηση δεν αποτελεί μόνο σύνολο των ιδίων κεφαλαίων της ή της τρέχουσας αξίας της περιουσίας της, αλλά επιδρούν στοιχεία, όπως τα ανταγωνιστικά πλεονεκτήματά της, η οργάνωσή της, το πελατολόγιο, το ανθρώπινο δυναμικό, η ηγεσία - διοίκηση της, κλπ. Για την επίτευξη ακριβών αποτελεσμάτων, πολλοί αναλυτές προσθέτουν και διορθώνουν ποσά του Ισολογισμού κατά τις αναλύσεις και τις εκτιμήσεις τους. Στον πίνακα 1 του παραρτήματος, παρατίθενται τα κύρια στοιχεία των ισολογισμών της επιχείρησης «ΠΑΡ. Α» της τριετίας 2012 – 2014. Θα πρέπει να αναφερθεί ότι το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων ανέρχονταν σε 128.487,95 χιλ. € το 2014 έναντι των 133.669,85 χιλ. € στις 31/12/2013 (μείωση κατά 3,6%).<sup>1</sup>

Ο πίνακας 2 του παραρτήματος προσφέρει αναλυτική πληροφόρηση όσον αφορά τα ίδια κεφάλαια αλλά και τη λογιστική αξία των μετοχών.

Στην προσπάθεια που γίνεται για την αποτίμηση της επιχείρησης συμβάλλουν σημαντικά οι σημειώσεις του πιστοποιητικού που εκδίδει ο ορκωτός ελεγκτής. Πιο αναλυτικά, κατά τις διατάξεις του άρθρου 108 του Ν.2190/1920 και βασιζόμενοι στους σχετικούς κανόνες ελεγκτικής και λογιστικής επί των ενοποιημένων καταστάσεων, περιλαμβάνονται στο πιστοποιητικό τα ακόλουθα δεδομένα για την «ΠΑΡ. Α»:

- 1) Η εταιρεία «ΠΑΡ. Α» βασιζόμενη στις διατάξεις του άρθρου 37 του Ν. 2874/2000 κατέληξε σε επιλογή επιβάρυνσης των αποτελεσμάτων της κλειόμενης χρήσης. Συγκεκριμένα, η επιβάρυνση ήταν κατά 1/5, δηλαδή για το ποσό των 2.119.269,2 € επί συνολικής ζημιάς ποσού 10.596.346,00 €, η οποία προέρχονταν από πώληση και αποτίμηση μετοχών και αμοιβαίων μετοχικών κεφαλαίων το έτος 2012. Έχει υπολογιστεί πως τα υπόλοιπα 4.238.539,20 € τα οποία έχουν αποτυπωθεί στο λογαριασμό «έξοδα εγκατάστασης», πρόκειται να αποσβεσθούν ισόποσα για τις επόμενες δυο χρήσεις.
- 2) Στο Ενεργητικό και στον αντίστοιχο λογαριασμό περιέχονται και συμμετοχές σε δεκαέξι (16) μη εισηγμένες Ανώνυμες Εταιρίες με ποσό 12.083.140,42€. Από τους ισολογισμούς και σύμφωνα με τους συγκεκριμένους κανόνες αποτίμησης κατά την 31.12.2014 θα έπρεπε να υποτιμηθούν κατά 4.811.415,22 €.

---

<sup>1</sup>Λαζαρίδης 2005

- 3) Στους λογαριασμούς απαιτήσεων του Ενεργητικού περιλαμβάνεται και σε καθυστέρηση, πέραν της μίας χρήσης, κατά προσέγγιση το υπόλοιπο ποσό των 3.308.000 €. Η πρόβλεψη που είχε πραγματοποιηθεί έως 31/12/2014 φτάνει τα 354.757,00€. Δεν σχηματίστηκε πρόβλεψη εις βάρος των αποτελεσμάτων χρήσεως του ομίλου ισόποση της ανωτέρω διαφοράς ύψους ευρώ 2.953.243,00 €.
- 4) Στο Ενεργητικό συμμετέχουν και μετοχές εταιριών, που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, όπως επίσης και μερίδια μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων ύψους 10.621.331,49 €, των οποίων η τρέχουσα αξία ήταν πιο χαμηλή από τη αξία κτήσης κατά 4.963.378,37 € στις 31/12/2014.

Ακόμη, ως σημειώσεις στο πιστοποιητικό που εκδόθηκε, αναφέρονταν τα εξής (βλ. πίνακα 3 του παραρτήματος):

- 1) Κατά την έκτακτη Γενική Συνέλευση των Μετόχων στις 12/07/2014 συναποφασίσθηκε να πραγματοποιηθεί η συγχώνευση της «ΠΑΡ. Α» με την ομόχρονη απορρόφηση των «ΧΑΡΙΛΑΟΥ Α.Τ.Ε.», «ΜΑΚ.Α.Ε.», «Θ. ΛΑΖΑΡΙΔΗΣ Α.Τ.Ε.». στο μετοχικό κεφάλαιο της «ΠΑΡ. Α». Ως εκ τούτου, σημειώθηκε αύξηση της τάξεως των 3.503.900,00 € η οποία προήλθε από το μετοχικό κεφάλαιο της «ΧΑΡΙΛΑΟΥ Α.Τ.Ε.». Ακόμη, επήλθε αύξηση κατά 273.640,05€ εξαιτίας της κεφαλαιοποίησης του λογαριασμού «διαφορά εκδόσεως υπέρ το άρτιο» και αυξήθηκε η ονομαστική τιμή της μετοχής από τα 0,60 € στα 0,65 ενώ παράλληλα εκδοθήκαν 3.434.677 νέες μετοχές. Έπειτα, υπήρξε η έγκριση από το Δ.Σ. του Χ.Α.Α. να αυξηθεί το μετοχικό κεφαλαίο και στις 10.09.2014 πιστοποιήθηκε από το Δ.Σ. της Εταιρείας, ενώ οι νέες μετοχές εισήχθησαν προς διαπραγμάτευση στο Χ.Α.Α. στις 16.09.2014.
- 2) Αφού ελήφθησαν υπόψη τα στοιχεία της διευκρινιστικής εγκυκλίου 1021577/10206/Β0012/ ΠΟΛ. 1038/5.3.2003 του άρθρου 29 του νόμου 3091/2002 (ΦΕΚ 330/24.12.2002) το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρίας όρισε συμψηφισμό κατά 50% της ζημίας (21.588.423,40 €) από την απορρόφηση των εταιριών με το αποθεματικό «Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο». Το υπόλοιπο 50% αποφασίσθηκε να αποσβεσθεί κατά ίδιο τρόπο την επόμενη χρήση.
- 3) Οι επενδύσεις σε πάγια κατά τα έτη 01.01.2013 - 31.12.2014 ανερχόταν στο ποσό των 7.830.129,71 €.
- 4) Στα πάγια της «ΠΑΡ. Α» συμμετέχουν υποθήκες 2.934.710,00 € ως μέσο εξασφαλίσεως επί τραπεζικών δανείων. Επίσης επί των ακινήτων δύο (2) θυγατρικών εταιριών υφίστανται αντίστοιχες προσημειώσεις 12.107.043,00 €.
- 5) Στις 31.12.2014 το σύνολο του απασχολούμενου προσωπικού ανέρχονταν σε 1.112 άτομα.

- 6) Στις 31.12.2012 έλαβε χώρα η τελευταία αναπροσαρμογή επί των παγίων περιουσιακών στοιχείων.

Λαμβάνοντας υπόψη στο σύνολο τους τις παρατηρήσεις του Ορκωτού Ελεγκτή όπως επίσης και το σύνολο των παρατηρήσεων, διενεργήθηκαν ανάλογα και οι αντίστοιχες επισημάνσεις – διορθώσεις επί των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας. Ωστόσο, μόνο η διατύπωση του θέματος στην οικονομική διεύθυνση της εταιρείας κατέστη δυνατή, λόγω της αδυναμίας πρόσβασης στα λογιστικά στοιχεία. Αυτό οδήγησε εν τέλει στην μη πραγματοποίηση των αναγκαίων προσαρμογών. Ο πίνακας 3 του παραρτήματος, περιέχει τις σημειώσεις του πιστοποιητικού του ορκωτού ελεγκτή και τις όποιες αναγκαίες προσαρμογές, οι οποίες αφορούν την «ΠΑΡ. Α»

Ορισμένες επιπρόσθετες σημειώσεις - παρατηρήσεις επί των λογιστικών καταστάσεων που θα μπορούσαν να γίνουν είναι οι επόμενες:

- 1) Θα έπρεπε να γίνει άμεση αφαίρεση από τον υπολογισμό των ιδίων κεφαλαίων των 8.515.663 € του λογαριασμού «Εξόδων Εγκατάστασης»
- 2) Τα επίπεδα του μακροχρόνιου δανεισμού είναι μηδενικά ενώ ο αντίστοιχος βραχυχρόνιος φαίνεται να δείχνει στοιχεία διπλασιασμού. Ενδεχομένως να ήταν συνετό να σχηματισθεί σχετική πρόβλεψη απαίτησης του συνόλου των βραχυπρόθεσμων δανειακών κεφαλαίων από τις τράπεζες. Ακόμη, από το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων θα έπρεπε να αφαιρεθούν τα 14.199.084 € ως ζημιές χρήσης.
- 3) Η αναγκαία αναπροσαρμογή των ιδίων κεφαλαίων δεν δύναται να πραγματοποιηθεί από τα υπάρχοντα αποθεματικά κεφάλαια.
- 4) Το σύνολο των προβλέψεων που αφορά το σύνολο των κινδύνων, έχοντας εξαιρέσει τυχόν αποζημιώσεις του υπαλληλικού προσωπικού είναι της τάξης των 590.646 €.
- 5) Δεν έχει γίνει λογιστική ή φορολογική προσαρμογή των αποσβέσεων.
- 6) Η εταιρία έχει απόθεμα της τάξεως των 22 εκ € και έτσι αντιπροσωπεύει το κυκλοφορούν ενεργητικό κατά 20% και το συνολικό ενεργητικό της κατά 10%.

Με βάση τις κατευθύνσεις των επιμέρους παρατηρήσεων του ορκωτού ελεγκτή, 128,5 εκ € - τα οποία αποτελούν τα ίδια κεφάλαια - θα πρέπει να αναπροσαρμοστούν.

Έχοντας συνεκτιμήσει τις σημειώσεις – παρατηρήσεις που πραγματοποιήθηκαν για τις οικονομικές καταστάσεις απορρέει ότι η αξία των ιδίων κεφαλαίων, είναι της τάξης των 67.460.550,86 €, δηλαδή υπάρχει μείωση κατά 52,5% των αρχικών. Εφαρμόζοντας τη συγκεκριμένη μέθοδο παράγεται το συμπέρασμα ότι οι οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας εμφανίζουν μεν μία εικόνα που είναι σύμφωνη με το νόμο, αλλά δεν

αντιπροσωπεύουν την ορθή και δίκαιη αξία της εταιρείας. Τα ίδια κεφάλαια περιορίστηκαν σημαντικά (κατά 50% περίπου) λόγω της προσαρμογής τους.

## **4.2. Παράδειγμα εφαρμογής της μεθόδου των ταμειακών ροών**

Για να πραγματοποιηθεί η αποτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης δύναται να χρησιμοποιηθούν διάφορες παραλλαγές των μεθόδων των ταμειακών ροών. Η επιλογή της κάθε μεθόδου εξαρτάται άμεσα από τα διαθέσιμα στοιχεία της επιχείρησης και τις υποθέσεις, οι οποίες εξετάζονται. Ως εκ τούτου, εναλλακτικές επιλογές για την αποτίμηση, συνιστούν οι ελεύθερες ταμειακές ροές, η χρήση των πραγματικών αντί των ονομαστικών ταμειακών ροών, η προεξόφληση ταμειακών ροών προ φόρων, η προεξόφληση ταμειακών ροών με βάση τύπους κλπ. Όσον αφορά την αποτίμηση των επιχειρήσεων οι όποιες έχουν να επιδείξουν υψηλά κέρδη, επικρατέστερη ανάμεσα στις μεθόδους αποτίμησης είναι η μέθοδος της προεξόφλησης των ταμειακών ροών. Στο παράδειγμα που ακολουθεί (βλ. Πίνακες 6 & 7 του παραρτήματος) παρατίθενται δύο (2) υποθετικά σενάρια, προκειμένου να πραγματοποιηθεί μία όσο το δυνατόν απλούστερη εφαρμογή της μεθόδου. Αρχικά, ο πίνακας 4 του παραρτήματος, εμφανίζει την κατάσταση των ταμειακών ροών της επιχείρησης «ΠΑΡ. Β», ώστε να πραγματοποιηθούν οι όποιες παρατηρήσεις.

Οι παρατηρήσεις επί της κατάστασης ταμειακών ροών της επιχείρησης «ΠΑΡ. Β» επικεντρώνονται στα εξής σημεία: κύκλος δύο (2) ετών στις ταμειακές ροές, χρηματικά διαθέσιμα μειούμενα στο τέλος της χρήσης με τις αρνητικές τιμές να είναι όλο και μικρότερες. Καθώς οι δραστηριότητες της επιχείρησης αποδίδουν, γίνεται καλύτερη διαχείριση των χρηματικών διαθεσίμων. Ο τομέας έντονης δραστηριοποίησης της επιχείρησης είναι η αγορά και η πώληση χρεογράφων. Ακόμη, η επιχείρηση φαίνεται πως όλο και περισσότερο υποστηρίζεται από βραχυχρόνιο δανεισμό και παράλληλα διαφαίνεται πως είναι μια περίοδος όπου αναπτύσσονται οι δραστηριότητές της. Από την οριζόντια ανάλυση (βλ. Πίνακα 5 του παραρτήματος) των ταμειακών ροών αναδεικνύονται οι βασικοί ρυθμοί μεταβολής των επιμέρους λογαριασμών με τέτοιο τρόπο ώστε να προκύψουν τα τελικά συμπεράσματα. Ο υπολογισμός του μέσου όρου ανά λογαριασμό είναι ένα σημαντικό στοιχείο της οριζόντιας ανάλυσης.

Όσον αφορά τις παρατηρήσεις επί των στοιχείων του πίνακα 5 του παραρτήματος θα πρέπει να αναφερθούν τα εξής:

- 1) Ο μέσος όρος αύξησης των πωλήσεων πρόκειται να κυμαίνεται μεταξύ 5 και 30%.
- 2) Αυξημένο κόστος παραγωγής - λειτουργίας κατά 20 - 25%.

- 3) Αυξημένα αποθέματα κατά 5 -10%.
- 4) Μείωση εξόδων - εκροών και αύξηση εσόδων.
- 5) Πρόβλεψη για αύξηση και των τόκων που θα πληρωθούν για την εξυπηρέτηση των δανειακών υποχρεώσεων.
- 6) Μείωση συμμετοχών κατά την επόμενη πενταετία.

Ο προσδιορισμός της εξέλιξης των λογαριασμών ανά επίπεδο δραστηριότητας είναι καθοριστικής σημασίας ώστε να προβλεφθούν οι ταμειακές ροές. Σ' αυτήν την περίπτωση σχηματίζονται δυο σενάρια, ένα αισιόδοξο (Σενάριο 1) και ένα μετριοπαθές (Σενάριο 2) σενάριο για την τελική αποτίμηση της αξίας της επιχείρησης. Στους πίνακες 6 και 7 του παραρτήματος παρουσιάζονται οι προβλέψεις σε κάθε λογαριασμό.

Κατόπιν, υπολογίζεται η **Καθαρή Παρούσα Αξία** των ταμειακών ροών και το **Εσωτερικό Ποσοστό Απόδοσης** για τα οικονομικά δεδομένα που παρουσιάζονται στους πίνακες 6 και 7 του παραρτήματος (βλ. Πίνακα 8 του παραρτήματος). Το προεξοφλητικό επιτόκιο βρίσκεται στο 19% και η υπολειμματική αξία υπολογίσθηκε σε 40 εκ. €.

Αν θεωρηθεί ότι για την αποτίμηση της αξίας της επιχείρησης «ΠΑΡ. Β» χρησιμοποιήθηκε η μέθοδος της καθαρής περιουσιακής θέσης (Κ.Π.Θ) και βρέθηκε πως ανέρχεται σε 61.027.400,31 €, καθίσταται δυνατόν να γίνει σύγκριση μεταξύ των Ταμειακών Ροών με τη μέθοδο της Κ.Π.Α., η οποία δύναται να υπολογιστεί από τον επόμενο τύπο:

$$NPV = \sum_{t=1}^T \frac{value_t}{(1+rate)^t}$$

Εάν γίνει σύγκριση αυτής της αξίας αποτίμησης της επιχείρησης με τις τιμές της Κ.Π.Α. των δύο σεναρίων, τότε μπορούμε να παρατηρήσουμε ότι με το μεν 1<sup>ο</sup> σενάριο (89.760,83 € - βλ. Πίνακα 8 του παραρτήματος) η Κ.Π.Α. των ταμειακών ροών που προκύπτει είναι μεγαλύτερη της αποτιμώμενης αξίας, ενώ με το 2<sup>ο</sup> σενάριο (52.472,72 €) είναι μικρότερη, και έτσι πλησιάζει τις αρχικές εκτιμήσεις. Η προσέγγιση της τιμής της μεθόδου Κ.Π.Θ. με τη μέθοδο της Κ.Π.Α. Ταμειακών Ροών του 2<sup>ου</sup> σεναρίου, υποδεικνύει ότι μέσω αυτών των τιμών προσεγγίζεται καλύτερα η πραγματική αξία της εταιρίας.

### 4.3. Παράδειγμα εφαρμογής της μεθόδου της υπερπροσόδου

Η εκτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης (για το παράδειγμα που παρατίθεται, η επιχείρηση «Α») με τη μέθοδο της κεφαλαιοποίησης της υπερπροσόδου, κατορθώνεται υλοποιώντας τα εξής βήματα:

- 1) Βήμα 1<sup>ο</sup>: Μελετάται και αναλύεται η χρηματοοικονομική θέση και πορεία της επιχείρησης.
- 2) Βήμα 2<sup>ο</sup>: Προσδιορίζεται η Πραγματική Καθαρή Θέση και χωρίζονται τα οργανικά (λειτουργικά) και τα ανόργανα (μη λειτουργικά) περιουσιακά στοιχεία.
- 3) Βήμα 3<sup>ο</sup>: Προσδιορίζεται το πραγματικό οργανικό καθαρό ενεργητικό.
- 4) Βήμα 4<sup>ο</sup>: Προσδιορίζεται η υπεραξία
- 5) Βήμα 5<sup>ο</sup>: Αποτιμάται η αξία της επιχείρησης

Για την πλήρη κατανόηση εφαρμογής της μεθόδου της υπερπροσόδου, γίνονται αποδεκτά τα δεδομένα της επιχείρησης «Α» όπως αναφέρονται στους πίνακες του παραρτήματος 9. Ειδικότερα, στον πίνακα 9, παρουσιάζονται τα ιστορικά στοιχεία της τελευταίας πενταετίας της επιχείρησης «ΠΑΡ. Γ». μερικά από αυτά είναι τα κέρδη απαλλαγμένα από έκτακτα και μη επαναλαμβανόμενα κονδύλια και οι λογιστικές αξίες (στοιχεία ενεργητικού, υποχρεώσεις, λογιστική καθαρή θέση).

Ο πίνακας 10 παρουσιάζει τις προβλέψεις αναφορικά με στοιχεία όπως τα μέσα ετήσια μελλοντικά κέρδη, την προβλεπόμενη μέση πραγματική καθαρή θέση (καθαρή θέση εκτός του goodwill), την προβλεπόμενη λειτουργική καθαρή θέση το ποσοστό της μέσης επενδυτικής απόδοσης, το επιτόκιο προεξόφλησης υπερπροσόδου και την προβλεπόμενη διάρκεια της υπερπροσόδου.

Λαμβάνοντας ως δεδομένα τα στοιχεία του πίνακα, είναι δυνατόν να υπολογιστεί αρχικά η υπεραξία της επιχείρησης «ΠΑΡ. Γ» ακολουθώντας τον τύπο:

**Υπεραξία Επιχείρησης** = [Προβλεπόμενα μέσα ετήσια μελλοντικά κέρδη – (Προβλεπόμενη λειτουργική καθαρή θέση X Ποσοστό μέσης επενδυτικής απόδοσης)] α X (Επιτόκιο προεξόφλησης υπερπροσόδου/Προβλεπόμενη διάρκεια υπερπροσόδου) = [42.000 – (160.000 X 10%)] X α (15%/5) = 26.000 X 3,35216 = 87.156 €



Ο υπολογισμός της υπεραξίας της επιχείρησης «ΠΑΡ. Γ» (87.156 €) αποτελεί βασικό συνθετικό στοιχείο για τον εύρεση της αξίας αποτίμησής της. Με βάση τον παρακάτω τύπο και γνωρίζοντας την υπεραξία της επιχείρησης «ΠΑΡ. Γ» η αξία της με τη μέθοδο της υπερπροσόδου αποτιμήθηκε με τον ακόλουθο τρόπο:

**Αποτίμηση Αξίας Επιχείρησης** = Προβλεπόμενη μέση πραγματική καθαρή θέση (καθαρή θέση εκτός του goodwill) + Υπεραξία Επιχείρησης = 200.000 + 87.156 = 287.156 €.

#### 4.4. Παράδειγμα εφαρμογής με χρήση αριθμοδεικτών

Για την αποτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης και την εξαγωγή ασφαλών συμπερασμάτων, θα πρέπει να ληφθούν πληροφορίες από τον ισολογισμό ώστε να εκτιμηθούν ορισμένοι σημαντικοί αριθμοδείκτες, οι οποίοι στην προκειμένη περίπτωση είναι οι Δείκτες Αγοραίας Αξίας ή Δείκτες Αποτίμησης ή Επενδυτικοί Δείκτες (Investment Ratios).<sup>1</sup> Για τον καθορισμό των επενδυτικών αριθμοδεικτών πρέπει να αναφερθεί ότι χρησιμοποιούνται στοιχεία που πηγάζουν από την πορεία που έχει η μετοχή της επιχείρησης χρηματιστηριακά αλλά και από τα κέρδη που εμφανίζει στη διάρκεια του εξεταζόμενου διαστήματος. Λαμβάνοντας υπόψη τα αρχικά δεδομένα του Πίνακα 1 του παραρτήματος, προκύπτουν οι ακόλουθοι δείκτες.

Παρόλο που ο δείκτης **Κέρδη Κατά Μετοχή** (βλ. Πίνακα 11 του παραρτήματος) μιας επιχείρησης, δύναται να συμμετέχει στη χρηματοοικονομική εξέταση, είναι παράλληλα και ο πιο παραπλανητικός. Σε μια επιχείρηση, η οποία έχει μόνο κοινές και προνομιούχες μετοχές (με ψήφο ή χωρίς ψήφο) για να μπορέσουμε να υπολογίσουμε τα κέρδη κατά μετοχή θα διαιρέσουμε το σύνολο των καθαρών κερδών της χρήσης με το μέσο αριθμό των μετοχών της που βρίσκονταν σε κυκλοφορία κατά τη διάρκεια αυτής, δηλαδή:

**Κέρδη κατά Μετοχή = Καθαρά Κέρδη / Μέσος αριθμό μετοχών = Ετήσια Καθαρά Κέρδη / 34.334.677**

Τα κατά μετοχή κέρδη (Πίνακας 11 παραρτήματος) εμφανίζουν θετικές τιμές και λόγω των κερδών της επιχείρησης. Ωστόσο, αυτό δεν αποτελεί ένδειξη προβλημάτων για την επιχείρηση, δεδομένου ότι η εξέταση ελέγχου όσον αφορά τα κέρδη κατά μετοχή βασίστηκε σε μικρό χρονικό διάστημα.

---

<sup>1</sup>Νιάρχος 2004

Στην συνέχεια, γίνεται η παρουσίαση του Αριθμοδείκτη Εσωτερικής Αξίας Μετοχής (βλ. Πίνακα 12 παραρτήματος), ο οποίος προσδιορίζει την αξία της μετοχής όπως προκύπτει από την προεξόφληση των μελλοντικών κερδών της εταιρείας. Υπολογίζεται διαιρώντας το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων με το σύνολο των μετοχών. Ο αριθμοδείκτης αυτός καταδεικνύει την υπερτίμηση της μετοχής ή όχι.

**Αριθμοδείκτης Εσωτερική Αξίας Μετοχής = Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων / Αριθμός Μετοχών = Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων / 34.334.677**

Παρόλο που οι επενδυτικοί αριθμοδείκτες, όπως είναι ο **Μερισματικής Απόδοσης** και το **Ποσοστό Διανεμόμενων Κερδών**, είναι ιδιαίτερα σημαντικοί, στη προκειμένη περίπτωση δεν μπορούν να υπολογιστούν, καθότι η επιχείρηση δεν έχει πραγματοποιήσει την απόδοση μερίσματος στους μετόχους της, για το εξεταζόμενο χρονικό διάστημα.

## **Κεφάλαιο 5: Συμπεράσματα - Προτάσεις**

## 5.1. Συμπεράσματα

Η αποτίμηση της αξίας των επιχειρήσεων τόσο όσον αφορά τα θεωρητικά στοιχεία όσο και τις πρακτικές εφαρμογές, είναι μια πολύπλοκη διαδικασία που προφέρει πολλά οφέλη και η οποία συντελεί στις όποιες επενδυτικές αποφάσεις. Τα στελέχη, οι επενδυτές και οι μέτοχοι των επιχειρήσεων μπορούν να αντλούν πολύτιμες πληροφορίες για την οικονομική αξία των επιχειρήσεών τους. Έτσι μπορούν να πληροφορούνται όχι μόνο για τη γενική εικόνα της επιχείρησης αλλά και για αποφάσεις που επηρεάζουν την πορεία της επιχείρησής τους. Η ανάλυση όσον αφορά την ίδια την αποτίμηση, τις μεθόδους που χρησιμοποιούνται, όπως επίσης και τα πλεονεκτήματα αλλά και των μειονεκτημάτων που χαρακτηρίζουν την κάθε μέθοδο, οδήγησε στην εξαγωγή ορισμένων πολύ χρήσιμων συμπερασμάτων και προτάσεων που θα μπορούσαν να υιοθετηθούν από τον επιχειρηματικό και όχι μόνο κόσμο.

Αρχικά, αξίζει να σημειωθεί ότι η αποτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης δεν απευθύνεται μόνο σε μεγάλου μεγέθους επιχειρήσεις. Ειδικά για την περίπτωση της Ελλάδας, η συντριπτική πλειοψηφία των επιχειρήσεων είναι μικρομεσαίου χαρακτήρα αποτελώντας τη βάση ολόκληρου του επιχειρηματικού οικοδομήματος. Ακολουθώντας την εσφαλμένη νοοτροπία ότι η αποτίμηση της αξίας αφορά μόνο μεγάλες επιχειρήσεις, οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις δεν συνηθίζουν στο να την πραγματοποιούν. Ωστόσο, η αποτίμηση με χρήση της κατάλληλης μεθόδου μπορεί να αποτελέσει μια σχετικά απλή διαδικασία, η οποία παρέχει σημαντική πληροφόρηση ακόμα και σε μικρομεσαίες επιχειρήσεις. Η αποτίμηση δεν έχει μόνο πληροφοριακό χαρακτήρα, αλλά αποτελεί τη βάση συγκρότησης επενδυτικών σχεδίων. Ως εκ τούτου, οφείλεται και πρέπει να τονιστεί ότι η αποτίμηση μπορεί και είναι απαραίτητο να εφαρμόζεται από όλες τις επιχειρήσεις ανεξαρτήτως μεγέθους.

Επιπλέον, αφού πραγματοποιήθηκε ανάλυση των δεδομένων και έπειτα από σχετική πρακτική εφαρμογή διαφορετικών μεθόδων αποτίμησης, προέκυψε ότι ξεχωρίζουν εκείνες της προεξόφλησης των ταμειακών ροών και της προστιθέμενης οικονομικής αξίας. Οι συγκεκριμένες μέθοδοι παρόλο που είναι πιο δύσκολες στην εφαρμογή τους εξαιτίας του πλήθους των στοιχείων που απαιτούν, εντούτοις παρέχουν τέτοια πληρότητα πληροφόρησης, που πλεονεκτούν έναντι των υπολοίπων. Επιπλέον, δεν θα πρέπει να παραβλέπεται η σημασία την οποία έχει η ακρίβεια των μετρήσεων για την αποτίμηση της αξίας. Ειδικά για τη μέθοδο της προστιθέμενης οικονομικής αξίας, η αποτίμηση μπορεί να εστιάσει τόσο σε οικονομικά της στοιχεία όσο και σε μεμονωμένη αποτίμηση των επιμέρους τμημάτων της. Η μέθοδος της προεξόφλησης των ταμειακών ροών προσφέρει σημαντική πληροφόρηση ως προς τις ικανότητες της επιχείρησης να ρευστοποιεί άμεσα τις απαιτήσεις της, αλλά και να συγκρίνει τα οικονομικά της δεδομένα με άλλες επιχειρήσεις, που ακολουθούν διαφορετική λογιστική παρακολούθηση.

Ένα στοιχείο που χρίζει ιδιαίτερης αναφοράς είναι ο ρόλος της αποτίμησης ως εργαλείου επενδυτικών αποφάσεων. Η αποτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης είναι σημαντική όχι μόνο εξαιτίας της πληροφόρησης που παρέχεται στην ίδια την επιχείρηση αλλά κυρίως σε ενδιαφερόμενους του

εξωτερικού περιβάλλοντος. Συγκεκριμένα, οι επενδυτές ενδιαφέρονται να γνωρίζουν το σύνολο των οικονομικών δεδομένων της επιχείρησης τουλάχιστον για την τελευταία πενταετία. Ωστόσο, η πλήρης αποτύπωση της οικονομικής αξίας μιας επιχείρησης ανά τακτά χρονικά διαστήματα φανερώνει οργάνωση, σχεδιασμό και συγκεκριμένη οικονομική συμπεριφορά που ελκύει επενδυτές. Συμπερασματικά, η αποτίμηση της αξίας της επιχείρησης δεν αφορά μονάχα τους μετόχους και τους ιδιοκτήτες μιας επιχείρησης αλλά και τους επενδυτές που τυχόν να στραφεί μια επιχείρηση μελλοντικά.

## 5.2.Προτάσεις

Ολοκληρώνοντας την παρούσα εργασία, είναι σημαντικό να παρατεθούν ορισμένες προτάσεις, που θα μπορούσαν να υιοθετούν από το σύνολο των εμπλεκομένων με την αποτίμηση των επιχειρήσεων, είτε εκείνοι είναι εκτιμητές είτε είναι επενδυτές. Αρχικά, η αποτίμηση θα μπορούσε να αποτελέσει μια διαδικασία «υποχρεωτική» ως ένα βαθμό, ώστε να είναι γνωστή στο σύνολο των ενδιαφερομένων η αξία της κάθε επιχείρησης. Σε περίπτωση που μία τέτοια «υποχρεωτική» αποτίμηση πραγματοποιούνταν τουλάχιστον μια φορά ανά πενταετία, θα μπορούσε να διαμορφώσει μια συνολική εικόνα, τόσο για την κάθε επιχείρηση χωριστά όσο και για τις επιχειρήσεις στο σύνολο τους.

Επίσης, ιδιαίτερα ενδιαφέρον θα ήταν η αποτίμηση να εφαρμόζεται σε επιχειρήσεις διαφορετικών αντικειμένων ή κλάδων με επιλογή ανάλογα διαφορετικών μεθόδων ώστε να συγκεντρώνονται πολύτιμα συγκριτικά στοιχεία. Η αποτίμηση με διαφορετικές μεθόδους ανά κλάδο μπορεί να αποτελέσει σημαντικό εργαλείο αξιολόγησης της καταλληλότητας κάθε μεθόδου έτσι ώστε μελλοντικά ανά είδος επιχείρησης ή ανά κλάδο να έχει προκαθοριστεί η καλύτερη μέθοδος αποτίμησης.

Τέλος, προτείνεται η αποτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης να διενεργείται με επιλογή τουλάχιστον δύο μεθόδων ώστε τα αποτελέσματα να είναι όσο το δυνατόν πιο αξιόπιστα απεικονίζοντας πραγματικά δεδομένα. Η αποτίμηση που παρουσιάζει την πραγματική εικόνα της επιχείρησης αποτελεί εχέγγυο λήψης μελλοντικών αποφάσεων για τους ιδιοκτήτες ή τους μετόχους αλλά κυρίως στοιχείο προσέλκυσης τυχόν επενδυτών.

## Βιβλιογραφία

### Ελληνική βιβλιογραφία

- 1) Αλεξανδρίδης, Μ. (2005). Διαχείριση επενδύσεων. Αθήνα: Σύγχρονη Εκδοτική.
- 2) Αποστολόπουλος Ι. (1997). Ειδικά θέματα χρηματοδοτικής διοικήσεως. Αθήνα: Σταμούλης.
- 3) Αρτίκης, Γ. (1996). Χρηματοοικονομική διοίκηση: Αποφάσεις επενδύσεων. Αθήνα: Σταμούλης.
- 4) Αρτίκης, Γ. (2002). Χρηματοοικονομική διοίκηση: Αποφάσεις επενδύσεων. Αθήνα: Interbooks.
- 5) Γεωργιάδης, Ν. (2006). Μέθοδοι αποτίμησης εταιρειών στην εποχή της «Νέας Οικονομίας». Παλαιές & Νέες Μέθοδοι Αποτίμησης. Πλεονεκτήματα & Μειονεκτήματα. Investment Research & Analysis Journal
- 6) Καραθανάσης, Γ. (1991). Χρηματοδοτικά θέματα: Ανάλυση, προβλήματα, εφαρμογές και ανάλυση περιπτώσεων. Αθήνα: Οικονομικό.
- 7) Κατσούρης, Γ., Μπάκας, Δ. (2008). Έκθεση Αποτίμησης και Γνωμοδότηση επί του Εύλογου και Λογικού των Προτεινόμενων Σχέσεων Ανταλλαγής των Μετοχών των Συγγωνευόμενων εταιριών ΝΗΡΕΥΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ Α.Ε – ΚΕΓΟ Κτηνοπτηνοτροφικά Είδη & Υπηρεσίες Α.Ε σύμφωνα με τις διατάξεις του άρθρου 289 του Κανονισμού του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Εμπορική Τράπεζα Της Ελλάδος Α.Ε.
- 8) Κοτζαμάνης, Σ. (1996). Ο κόσμος των επενδύσεων: Μετοχές, ομόλογα, λοιπές επενδύσεις. Αθήνα: Finance Invest.
- 9) Λαζαρίδης, Θ. (2005). Αποτίμηση επιχειρήσεων: Θεωρία – μεθοδολογία – πρακτική. Θεσσαλονίκη: Κυριακίδης.
- 10) Μέργος, Γ. (2007). Κοινωνικο-οικονομική αξιολόγηση επενδύσεων και πολιτικών. Αθήνα: Μπένου.

- 11) Μπούμης, Θ. (1979). Μέθοδοι αξιολόγησης επενδυτικών σχεδίων: Θεωρία και πράξη. Αθήνα: Παπαζήσης.
- 12) Νιάρχου, Ν. (1999). Χρηματοοικονομική ανάλυση λογιστικών καταστάσεων. Αθήνα: Σταμούλης.
- 13) Νιάρχος, Ν., 2004. Χρηματοοικονομικά ανάλυση λογιστικών καταστάσεων. Αθήνα: Σταμούλης.
- 14) Ξανθάκης, Ε., Αλεξιάκης, Χ. (2006). Χρηματοοικονομική ανάλυση επιχειρήσεων. Αθήνα: Σταμούλης.
- 15) Πρωτοψάλτης, Ν. (2008). Κανόνες αποτιμώσεως Διεθνών προτύπων χρηματοοικονομικής πληροφόρησης και διεθνών λογιστικών προτύπων. Αθήνα: Σταμούλης.
- 16) Σακέλλης, Ε. (2001). Συγχωνεύσεις- διασπάσεις - εξαγορές - μετατροπές εταιριών & εκτίμηση αξίας επιχειρήσεως. Πειραιάς: Βρύκουσ.
- 17) Στάλιας, Σ. (1995). Επενδύσεις: Ανάλυση και διαχείριση. Αθήνα: Hartling.
- 18) Σφαρνάς, Α. (1993). Αποτίμηση επιχειρήσεων. Αθήνα: Γαλαίος.

### **Ξένη βιβλιογραφία**

- 19) Aggarwal, R. (2001). Using economic profit to assess performance: A metric for Modern firms. *Business Horizons*, 44(1):55–60.
- 20) Bernard, V. (1994). Accounting – based valuation methods. Determinants of market – to – book ratios and implications for financial statements analysis. USA: Michigan Business School.
- 21) Bottger, R. (1999). Economic value added (EVA): The essence to creating real wealth? Unpublished Mimeo, Department of Economics, University of Stellenbosch.
- 22) Chalfin, R. (2006). Selling your IT business: Valuation, finding the right buyer, and negotiating the deal. New Jersey: John Wiley & Sons.
- 23) Copeland, T., Koller, T., Murrin, J. (2000). Valuation: Measuring and managing the value of companies. New York: Wiley, 3rd edition.

- 24) Copeland, T. Koller, T., Murrin, J. (2010). Valuation measuring and managing the value of companies. New York: Wiley & Sons.
- 25) Damodaran, A. (1999). The dark side of valuation. New York: John Wiley & Sons, 1st edition.
- 26) Dumitrean, I. (2009). Dynamic methods of enterprise valuation. ANALELE Științifice ALE Universității AlexandruIoanCuza” Din IașiTomul LVI ȘtiințeEconomice.
- 27) Fernández, P. (2004). Valuing companies by cash flow discounting: Ten methods and nine theories. SSRN Working Paper No. 256987.
- 28) Fernandez, P. (2007). Company valuation methods. The most common errors in valuation. IESE Business School.
- 29) Gate2Growth (2002). Οδηγός για τους οικονομικούς υπολογισμούς και τις αρχές αποτίμησης. Γενική Διεύθυνση Επιχειρήσεων.
- 30) Geyser, M., Liebenberg, I. (2003). Creating a new valuation tool for South African agricultural cooperatives. Agrekon, 42(2):1-8.
- 31) Gottwald, R. (2012). The use of the P/E ratio to stock valuation. European Grant Projects, Results, Research & Development, Science, 21-24.
- 32) Herbohn, J., Harrison, S. (2002). Introduction to discounted cash flow analysis and financial functions in excel. Socioeconomic Research Methods in Forestry, 109-118.
- 33) Hitchner, J. (2003). Financial valuation: Applications and models. New Jersey: John Wiley & Sons.
- 34) Jay, A. (2010). Quantitative. Business valuation: A mathematical approach for today's professionals. USA: McGraw - Hill, 2nd edition.
- 35) JBR Hellas (2002). Αποτίμηση επιχειρήσεων. Business Consultants, 01/20002.
- 36) Jennergren, P. (2011). A tutorial on the discounted cash flow. Model for valuation of companies. 9th Revision.
- 37) Laro, D., Pratt, S. (2005). Business valuation and taxes: Procedure, law and perspective. New Jersey: John Wiley & Sons.



- 38) Matschke, M., Brösel, G., Matschke, X. (2010). Fundamentals of functional business valuation. *Journal of Business Valuation and Economic Loss Analysis*, 5(1): 1-39.
- 39) Mercer, C., Travis, H. (2008). *Theory of business valuation. An integrated theory.* New Jersey: John Wiley & Sons. 2nd Edition.
- 40) Micu, A. (2006). The stock valuation methods. *Uletinul, Universității Petrol – Gaze din Ploiești*, 11(3):101-104.
- 41) O' Byrne, S. (1996). EVA and market value. *Journal of Applied Corporate Finance*, 9(1):116–125.
- 42) Pratt, S., Niculita, A. (2008). *Valuing a business. The analysis and appraisal of closely held companies.* USA: McGraw – Hill, 5th edition.
- 43) Reilly, R., Schweihs, R. (2000). *The handbook of advanced business valuation.* USA: McGraw – Hill.
- 44) Sammer, M., Nhien, K., Tahar, M. (2010). The feasibility of using an automated net asset value validation tool in an International Investment Bank. *Technology and Investment*, 1(1):182-190.
- 45) Steiger, F. (2008). The validity of company valuation using discounted cash flow methods. Seminar Paper, Fall.
- 46) Thavamani, A. (2007). An analysis of discounted cash flow (DCF) approach to business valuation in Sri Lanka.
- 47) West, T. (2002). *The business reference guide.* 4th Edition.

## Παράρτημα

**Πίνακας 1:** Στοιχεία Ισολογισμών 2012 – 2014 «ΠΑΡ. Α» (σε χιλ. €)

Στοιχεία Ισολογισμών	2012	2013	2014
<b>Ενεργητικό (σε χιλ. )</b>			
Αναπόσβεστα έξοδα εγκατάστασης	10.688,19	8.924,43	6.999,03
Αναπόσβεστα ασώματα πάγια	0,00	0,00	10.794,21
Ενσώματα πάγια	31.398,39	41.056,49	81.202,29
Μείον: Αποσβέσεις	-7.568,60	-10.057,23	-30.962,02
Αναπόσβεστα ενσώματα πάγια	23.829,79	30.999,27	50.240,27
Σύνολο ακινητοποιήσεων	23.829,79	30.999,27	50.240,27
Συμμετοχές σε συνδεδεμένες & λοιπές επιχειρήσεις	19.231,11	45.484,96	24.928,94
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	689,66	713,13	172,03
Κυκλοφορούν ενεργητικό	102.456,35	92.648,57	125.012,44
Μεταβατικοί λογαριασμοί ενεργητικού	44,02	581,07	1.408,48
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>156.936,17</b>	<b>179.354,37</b>	<b>208.778,43</b>
<b>Παθητικό (σε χιλ. )</b>			
Ίδια κεφάλαια	132.780,63	133.669,85	128.487,95
Προβλέψεις	824,65	918,56	1.118,80
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	20.947,91	43.674,25	77.978,03
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	0,00	0,00	99,10
Σύνολο υποχρεώσεων	20.947,91	43.674,25	78.077,13
Μεταβατικοί λογαριασμοί παθητικού	2.385,91	1.094,64	1.094,55
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ</b>	<b>156.936,17</b>	<b>179.354,37</b>	<b>208.778,43</b>

**Πίνακας 2:** Ίδια κεφάλαια & λογιστική αξία μετοχής «ΠΑΡ. Α» (2014)

Ίδια κεφάλαια & λογιστική αξία μετοχής	31/12/2014
Αριθμός μετοχών	34.334.677
Ονομαστική αξία μετοχής	0,65
Μετοχικό κεφάλαιο	22.317.540,05
Διαφορές από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο	93.793.390,47
Διαφορές αναπροσαρμογής παγίων - επιχορηγήσεις επενδύσεων	1.538.189,34
Αποθεματικά κεφάλαια	6.267.603,41
Αποτελέσματα εις νέον	4.571.227,90
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων	128.487.951,17
Λογιστική αξία μετοχής (€)	3,74

**Πίνακας 3: Σημειώσεις πιστοποιητικού ορκωτού ελεγκτή και αναγκαίες προσαρμογές «ΠΑΡ. Α»**

A/A	Σημείωση - Πιστοποιητικό	Παρατηρήσεις	Προσαρμογή	Ποσό (€)
<b>Πιστοποιητικό Ορκωτού</b>				
1	Έξοδα εγκατάστασης - πώλησης τίτλων (2/5)	Η μητρική εταιρεία επιβάρυνε τα αποτελέσματα της κλειόμενης χρήσης με 2.119.269,10 € (τρίτο 1/5) από την συνολική ζημία ύψους 10.596.346,00 € η οποία και πήγασε από την πώληση και αποτίμηση μετοχών αλλά και αμοιβαίων μετοχικών κεφαλαίων κατά τη διάρκεια της χρήσης 2011. Τα υπόλοιπα 2/5 δηλαδή 4.238.539,20 € εμφανίστηκαν στο λογαριασμό «Έξοδα εγκατάστασης» και θα αποσβεστούν ισόποσα στις επόμενες δύο χρήσεις, σε αντίθεση με τις οικείες διατάξεις του Κ.Ν. 2190/1920, περί ολοσχερούς απόσβεσης του συνόλου της ζημίας, σε βάρος των αποτελεσμάτων της χρήσεως 2011.	Θα πρέπει να αποσβεστούν άμεσα στην χρήση και όχι μέσα στις επόμενες 2 χρήσεις (ΔΠΧΑ 32,39)	4.238.539,20
2	Συμμετοχές	Στον λογαριασμό ΓΠΠ 1 του Ενεργητικού συμπεριλαμβάνονται και συμμετοχές σε (16) ανώνυμες εταιρίες μη εισηγμένες ύψους 12.083.140,42 αποτιμημένες με βάση τις διατάξεις του Π.Δ. 186/192 του ΚΒΣ στην αξία κτήσεως. Από τους πρόσφατα συνταχθέντες ισολογισμούς και με βάση τους κανόνες αποτίμησης του Κ.Ν. 2190/20 κατά την ημερομηνία 31/12/2014 θα πρέπει να υποτιμηθούν κατά 4.811.415,22€.	Με βάση το ΔΠΧΑ 31 θα έπρεπε να χρησιμοποιηθεί η equity method για την αποτίμηση των συμμετοχών. Στην περίπτωση αυτή μπορεί να γίνει δεκτή η άμεση μείωση των κερδών και των ιδίων κεφαλαίων κατά 4.811.415,22 €	4.811.415,22
3	Προβλέψεις	-	Με βάση το ΔΠΧΑ 37 θα έπρεπε η εταιρία να σχηματίσει πολιτική προβλέψεων και στην συνέχεια να κάνει μία ειδική πρόβλεψη επισφαλή πελάτη, δηλαδή να μειώσει τα κέρδη κατά το υπόλοιπο του ποσού (2.953.243 €)	2.953.243,00
4	Χαρτοφυλάκιο	Στο λογαριασμό του	Η ζημία αποτίμησης	4.963.378,37

	αξιόγραφων	Ενεργητικού Δ ΙΙΙ περιλαμβάνονται μετοχές εταιριών εισηγμένων στο ΧΑΑ καθώς και μερίδια μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων ύψους 10.621.331,49€ των οποίων η τρέχουσα αξία στις 31/12/2014 είναι μικρότερη της αξίας κτίσεως κατά 4.963.378,37€	του χαρτοφυλακίου αξιόγραφων με βάση το ΔΠΧΑ 32, 39 θα πρέπει να επιβαρύνει αντίστοιχα τα κέρδη της χρήσης και συνεπώς τα ίδια κεφάλαια με το ποσό των 4.963.378,37 €	
<b>Σημείωση</b>				
3	Ζημιά από απορρόφηση	-	Το υπόλοιπο των ζημιών (50%) που δεν έχει αποσβεσθεί δηλαδή 10.794.211,7 € θα πρέπει να μειώσουν αντίστοιχα τα ίδια κεφάλαια	10.794.211,7 0
5	Υποθήκες	-	Δεν γίνεται καμία πρόβλεψη για τον κίνδυνο που υπάρχει ότι δεν θα καταστεί δυνατόν από την εταιρία να εξυπηρετήσει τα δάνεια αυτά και επομένως θα τεθούν σε κίνδυνο πάγια ή κινητά περιουσιακά στοιχεία της εταιρίας που κατατέθηκαν ως εγγύηση για την λήψη των δανείων	-
6	Μη ελεγχόμενες κοινοπραξίες	-	Δεν υπάρχει κανένας έλεγχος του κατά πόσον το ποσό των 933.807,12 € ανταποκρίνεται στην αλήθεια ή όχι	933.807,12
7	Απαιτήσεις από κοινοπραξίες	-	Το περίεργο στην σημείωση αυτή αναφέρεται ότι οι απαιτήσεις αυτές αφορούν και προηγούμενες χρήσεις. Δεν πραγματοποιείται όμως ουδεμία πρόβλεψη για επισφαλείς πελάτες. Το ύψος του ποσού (αντιστοιχεί στο 40% των αρχικών ιδίων κεφαλαίων και το 20% του συνόλου του ενεργητικού) επιβάλλει τον σχηματισμό προβλέψεων. Μία λογική πρόβλεψη θα ήταν 15 - 20% του αρχικού ποσού δηλαδή 9.027.412,7 €	9.027.412,70

8	<p>Ο μακροχρόνιος δανεισμός είναι μηδενικός, και στον αντίποδα ο βραχυχρόνιος δανεισμός τείνει να διπλασιάζεται χρόνο με το χρόνο. Θα έπρεπε, συνεπώς να σχηματισθεί πρόβλεψη απαίτησης του συνόλου των βραχυπρόθεσμων δανειακών κεφαλαίων από τις τράπεζες. Από τα ίδια κεφάλαια θα πρέπει να αφαιρεθούν και οι ζημιές της χρήσης (14.199.084 €)</p>	Ζημιές χρήσεις	-	14.199.084,0 0
9	<p>Συνολικές προβλέψεις για όλους τους άλλους κινδύνους, πλην της αποζημίωσης των υπαλλήλων της εταιρίας είναι μόλις 590.646 €.</p>	Προβλέψεις κινδύνων	-	590.646,00
10	<p>Το ποσό των 8.515.663 € που αναφερόταν στον λογαριασμό των Εξόδων Εγκατάστασης έπρεπε να αφαιρεθεί άμεσα από τον υπολογισμό των ιδίων κεφαλαίων</p>	Έξοδα Εγκατάστασης	-	8.515.663,00
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>				<b>= Άθροισμα όλων των παραπάνω ποσών</b> <b><u>61.027.400,3</u></b> <b><u>1</u></b>

**Πίνακας 4:** Κατάσταση Ταμειακών Ροών επιχείρησης «ΠΑΡ. Β» ετών 2012 – 2014 (σε χιλ. €)

ΑΝΑΛΥΣΗ	2012	2013	2014
<b>ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ ΑΠΟ ΣΥΝΗΘΕΙΣ (ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΕΣ) ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ</b>			
<b>Ταμειακές Εισροές</b>			
<b>Πωλήσεις</b>	<b>25.561,37</b>	<b>31.167,05</b>	<b>60.216,14</b>
Άλλα έσοδα εκμετάλλευσης	+129,51	94,79	315,32
Έσοδα από συμμετοχές σε Κ/Ξ	+6.669,73	5.387,79	6.581,31
Έκτακτα και Ανόργανα Έσοδα	+1.976,71	1.395,46	158,62
Έσοδα προηγούμενων χρήσεων	+0,00	0,00	31,43
Πιστωτικοί τόκοι (καταθέσεων κλπ.)	+147,55	101,92	191,74
Έσοδα χρεογράφων	+3.180,33	2.070,08	126,19
Πώληση χρεογράφων	+40.376,17	14.438,40	9.948,28
Μείωση Απαιτήσεων	+0,00	0,00	
<i><b>Αφαιρούνται:</b></i>			
Αγορά Χρεογράφων	-65.482,67	16.077,90	
Αύξηση Απαιτήσεων	-11.960,64	486,79	36.818,04
<b>Α. ΣΥΝΟΛΟ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΕΙΣΡΟΩΝ</b>	<b>598,06</b>	<b>38.090,80</b>	<b>40.750,99</b>
<b>Ταμειακές Εκροές</b>			
Κόστος πωληθέντων (μείον αποσβέσεις και προβλέψεις)	+20.644,66	22.284,02	52.226,24
Έξοδα Λειτουργίας - Διοίκησης	+2.384,56	3.131,69	5.377,89
Έξοδα Λειτουργίας ερευνών - ανάπτυξης	+0,00	0,00	0,00
Έξοδα Λειτουργίας διάθεσης	+0,00	0,00	0,00
Έξοδα υποαπασχόλησης/αδράνειας	+0,00	0,00	0,00
Άλλα έξοδα	+1.649,58	1.063,53	807,67
Αύξηση αποθεμάτων	+1.572,07	7.107,18	11.325,19
Αύξηση μεταβατικών λογ. ενεργητικού	+0,00	538,88	10.085,83

Μείωση μεταβατικών λογ. Παθητικού	+0,00	1.291,27	826,79
Μείωση βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων (πλην τραπεζών)	+1.426,72	0,00	0,00
<i><b>Αφαιρούνται:</b></i>			
Μείωση αποθεμάτων	-0,00	0,00	0,00
Μείωση μεταβατικών λογ. ενεργητικού	-2.996,81	0,00	0,00
Μείωση μεταβατικών λογ. παθητικού	-624,99	0,00	0,00
Αύξηση βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων (πλην τραπεζών)	-0,00	7.772,24	6.260,60
<b>Β. ΣΥΝΟΛΟ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΕΚΡΟΩΝ</b>	<b>24.055,79</b>	<b>27.644,33</b>	<b>74.389,01</b>
<b>Ταμειακές εκροές φόρων</b>			
Φόροι εισοδήματος	+3.012,47	2.502,66	3.383,24
Μη ενσωματωμένοι στο λειτουργικό κόστος φόροι	+0,00	657,61	0,00
Διαφορές φόρου φορολογικού ελέγχου	+0,00	0,00	410,55
Μείωση υποχρεώσεων από φόρους - τέλη	+584,11	0,00	0,00
<i><b>Αφαιρούνται:</b></i>			
Αύξηση υποχρεώσεων από φόρους - τέλη	+0,00	279,21	890,32
<b>Γ. ΣΥΝΟΛΟ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΕΚΡΟΩΝ ΦΟΡΩΝ</b>	<b>3.596,58</b>	<b>2.881,06</b>	<b>2.903,47</b>
<b>ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ ΑΠΟ ΣΥΝΗΘΕΙΣ (ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΕΣ) ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ</b>	<b>=598,05- 3.596,58- 24.055,80= -27.054,33</b>	<b>7.565,41</b>	<b>-36.541,49</b>
<b>ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ ΑΠΟ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ</b>			
<b>Ταμειακές εισροές</b>			
Πώληση ασώματων ακινητοποιήσεων	+0,00	165,25	

Πώληση ενσώματων ακινητοποιήσεων	+591,01	234,64	9.815,00
Πώληση συμμετοχών και τίτλων ακινητοποιήσεων	+0,00	0,00	21.882,00
Μείωση μακροπρόθεσμων απαιτήσεων	+0,00	0,00	
Έσοδα συμμετοχών και τίτλων ακινητοποιήσεων	+176,08	0,00	
Πιστωτικοί τόκοι (μακρ. κλπ. απαιτήσεων)	+0,00	0,00	
<b>Δ. ΣΥΝΟΛΟ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΕΙΣΡΟΩΝ</b>	<b>767,09</b>	<b>399,89</b>	<b>31.697,00</b>
<b>Ταμειακές εκροές</b>			
Αγορά ασώματων ακινητοποιήσεων			2.324,00
Αγορά ενσώματων ακινητοποιήσεων	+6.823,78	9.758,43	21.929,00
Αγορά συμμετοχών και τίτλων ακινητοποιήσεων	+16.975,07	26.266,32	650,00
Αύξηση μακροπρόθεσμων απαιτήσεων	+46,20	9,36	153,00
Αύξηση εξόδων εγκατάστασης	+1.374,17	1.288,13	1.594,00
<b>Ε. ΣΥΝΟΛΟ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΕΚΡΟΩΝ</b>	<b>25.219,22</b>	<b>37.322,24</b>	<b>26.650,00</b>
<b>ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ ΑΠΟ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ</b>	<b>=767,09- 25.219,22 = -24.452,13</b>	<b>-36.922,35</b>	<b>5.047,00</b>
<b>ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ ΑΠΟ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ</b>			
<b>Ταμειακές εισροές</b>			
Είσπραξη αύξησης μετοχικού κεφαλαίου και διαφοράς υπέρ το άρτιο	+0,00	0,00	
Είσπραξη επιχορηγήσεων παγίων	+0,00	176,27	
Αύξηση μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων	+0,00	0,00	99,10



Αύξηση βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων (τραπεζών)	+0,00	15.993,74	28.000,06
<b>ΣΤ. ΣΥΝΟΛΟ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΕΙΣΠΡΟΩΝ</b>	<b>0,00</b>	<b>16.170,01</b>	<b>28.099,16</b>
<b>Ταμειακές εκροές</b>			
Μείωση (επιστροφή) μετοχικού κεφαλαίου	+0,00	0,00	
Επιστροφή επιχορηγήσεων παγίων	+0,00	0,00	
Μείωση μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων	+0,40	0,00	
Μείωση βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων (τραπεζών)	+120,78	326,48	
Τόκοι πληρωθέντες	+3.173,88	3.173,88	2.273,76
Μερίσματα πληρωθέντα	+0,00	0,00	844,83
Διανομή κερδών στο προσωπικό	+440,21	440,21	
Αμοιβές Δ.Σ. από κέρδη χρήσης	+0,00	0,00	
<b>Ζ. ΣΥΝΟΛΟ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΕΚΡΟΩΝ</b>	<b>3.735,27</b>	<b>3.940,57</b>	<b>3.118,59</b>
<b>ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ ΑΠΟ ΧΡΗΜΑΤΟΛΟΤΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ</b>	<b>=0,00- 3.735,56= -3.735,26</b>	<b>12.229,44</b>	<b>24.980,57</b>
<b>ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ</b>	<b>= -27.054,33- 24.452,13 = -55.241,73</b>	<b>-17.127,50</b>	<b>-6.513,92</b>
<b>ΠΛΕΟΝ: ΧΡΗΜΑΤΙΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΕΝΑΡΞΗΣ ΧΡΗΣΗΣ</b>	<b>99.033,34</b>	<b>43.791,61</b>	<b>26.664,11</b>
<b>ΧΡΗΜΑΤΙΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΤΕΛΟΥΣ ΧΡΗΣΗΣ</b>	<b>=99.033,34- 55.241,73 =43.791,61</b>	<b>26.664,11</b>	<b>20.150,19</b>

**Πίνακας 5:** Οριζόντια ανάλυση Κατάστασης Ταμειακών Ροών επιχείρησης  
«ΠΑΡ. Β» ετών 2013 – 2014 (%)

ΑΝΑΛΥΣΗ	2013	2014	ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ
<b>ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ ΑΠΟ ΣΥΝΗΘΕΙΣ (ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΕΣ) ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ</b>			
<b>Ταμειακές Εισροές</b>			
<b>Πωλήσεις</b>	21,9%	93,2%	57,6%
Άλλα έσοδα εκμετάλλευσης	-26,8%	232,7%	102,9%
Έσοδα από συμμετοχές σε Κ/Ξ	-19,2%	22,2%	1,5%
Έκτακτα και Ανόργανα Έσοδα	-29,4%	-88,6%	-59,0%
Έσοδα προηγούμενων χρήσεων	-	-	-
Πιστωτικοί τόκοι (καταθέσεων κλπ.)	-30,9%	88,1%	28,6%
Έσοδα χρεογράφων	-34,9%	-93,9%	-64,4%
Πώληση χρεογράφων	-64,2%	-31,1%	-47,7%
Μείωση Απαιτήσεων	-	-	-
<b>Αφαιρούνται:</b>			
Αγορά Χρεογράφων	-75,4%	-100,0%	-87,7%
Αύξηση Απαιτήσεων	-95,9%	7463,4%	3683,8%
<b>Α. ΣΥΝΟΛΟ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΕΙΣΡΟΩΝ</b>	<b>-12,2%</b>	<b>-7140,9%</b>	<b>-3576,6%</b>
<b>Ταμειακές Εκροές</b>			
Κόστος πωληθέντων (μείον αποσβέσεις και προβλέψεις)	7,9%	134,4%	71,2%
Έξοδα Λειτουργίας - Διοίκησης	31,3%	71,7%	51,5%
Έξοδα Λειτουργίας ερευνών -ανάπτυξης	-	-	-
Έξοδα Λειτουργίας διάθεσης	-	-	-
Έξοδα υποαπασχόλησης/αδράνειας	-	-	-
Άλλα έξοδα	-35,5%	-24,1%	-29,8%
Αύξηση αποθεμάτων	352,1%	59,3%	205,7%

Αύξηση μεταβατικών λογ. ενεργητικού	-	1771,6%	1771,6%
Μείωση μεταβατικών λογ. Παθητικού	-	-36,0%	-36,0%
Μείωση βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων (πλην τραπεζών)	-100,0%	-	-100,0%
<b>Αφαιρούνται:</b>			
Μείωση αποθεμάτων	-	-	-
Μείωση μεταβατικών λογ. ενεργητικού	-100,0%	-	-100,0%
Μείωση μεταβατικών λογ. παθητικού	-100,0%	-	-100,0%
Αύξηση βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων (πλην τραπεζών)	-	-19,4%	-19,4%
<b>B. ΣΥΝΟΛΟ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΕΚΡΟΩΝ</b>	<b>14,9%</b>	<b>169,1%</b>	<b>92,0%</b>
<b>Ταμειακές εκροές φόρων</b>			
Φόροι εισοδήματος	-16,9%	35,2%	9,1%
Μη ενσωματωμένοι στο λειτουργικό κόστος φόροι	-	-100,0%	-100,0%
Διαφορές φόρου φορολογικού ελέγχου	-	-	-
Μείωση υποχρεώσεων από φόρους - τέλη	-100,0%	-	-100,0%
<b>Αφαιρούνται:</b>			
Αύξηση υποχρεώσεων από φόρους - τέλη	-	218,9%	218,9%
<b>Γ. ΣΥΝΟΛΟ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΕΚΡΟΩΝ ΦΟΡΩΝ</b>	<b>-19,9%</b>	<b>0,8%</b>	<b>-9,6%</b>
<b>ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ ΑΠΟ ΣΥΝΗΘΕΙΣ (ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΕΣ) ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ</b>	<b>-7,2%</b>	<b>-7310,8%</b>	<b>-3659,0%</b>
<b>ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ ΑΠΟ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ</b>			
<b>Ταμειακές εισροές</b>			

Πώληση ασώματων ακινητοποιήσεων	-	-100,0%	-100,0%
Πώληση ενσώματων ακινητοποιήσεων	-60,3%	4083,0%	2011,4%
Πώληση συμμετοχών και τίτλων ακινητοποιήσεων	-	-	-
Μείωση μακροπρόθεσμων απαιτήσεων	-	-	-
Έσοδα συμμετοχών και τίτλων ακινητοποιήσεων	-100,0%	-	-100,0%
Πιστωτικοί τόκοι (μακρ. κλπ. απαιτήσεων)	-	-	-
<b>Δ. ΣΥΝΟΛΟ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΕΙΣΡΟΩΝ</b>	<b>-47,9%</b>	<b>7826,4%</b>	<b>3889,3%</b>
<b>Ταμειακές εκροές</b>			
Αγορά ασώματων ακινητοποιήσεων	-	-	-
Αγορά ενσώματων ακινητοποιήσεων	43,0%	124,7%	83,9%
Αγορά συμμετοχών και τίτλων ακινητοποιήσεων	54,7%	-97,5%	-21,4%
Αύξηση μακροπρόθεσμων απαιτήσεων	-79,7%	1534,6%	727,4%
Αύξηση εξόδων εγκατάστασης	-6,3%	23,7%	8,7%
<b>Ε. ΣΥΝΟΛΟ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΕΚΡΟΩΝ</b>	<b>48,0%</b>	<b>-28,6%</b>	<b>9,7%</b>
<b>ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ ΑΠΟ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ</b>	<b>51,0%</b>	<b>-113,7%</b>	<b>-31,3%</b>
<b>ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ ΑΠΟ ΧΡΗΜΑΤΟΛΟΤΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ</b>			
<b>Ταμειακές εισροές</b>			
Είσπραξη αύξησης μετοχικού κεφαλαίου και διαφοράς υπέρ το άρτιο	-	-	-
Είσπραξη επιχορηγήσεων παγίων	-	-100,0%	-100,0%

Αύξηση μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων	-	0,0%	0,0%
Αύξηση βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων (τραπεζών)	-	75,1%	75,1%
<b>ΣΤ. ΣΥΝΟΛΟ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΕΙΣΡΟΩΝ</b>	-	<b>73,8%</b>	<b>73,8%</b>
<b>Ταμειακές εκροές</b>			
Μείωση (επιστροφή) μετοχικού κεφαλαίου	-	-	-
Επιστροφή επιχορηγήσεων παγίων	-	-	-
Μείωση μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων	-100,0%	-	-100,0%
Μείωση βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων (τραπεζών)	170,3%	-100,0%	35,2%
Τόκοι πληρωθέντες	0,0%	-28,4%	-14,2%
Μερίσματα πληρωθέντα	-	-	-
Διανομή κερδών στο προσωπικό	0,0%	-100,0%	-50,0%
Αμοιβές Δ.Σ. από κέρδη χρήσης	-	-	-
<b>Ζ. ΣΥΝΟΛΟ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ</b>	<b>5,5%</b>	<b>-20,9%</b>	<b>-7,7%</b>
<b>ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ ΑΠΟ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ</b>	<b>-427,4%</b>	<b>104,3%</b>	<b>-161,6%</b>
<b>ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ</b>	<b>-69,0%</b>	<b>-62,0%</b>	<b>-65,5%</b>
<b>ΠΛΕΟΝ: ΧΡΗΜΑΤΙΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΕΝΑΡΞΗΣ ΧΡΗΣΗΣ</b>	<b>-55,8%</b>	<b>-39,1%</b>	<b>-47,4%</b>
<b>ΧΡΗΜΑΤΙΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΤΕΛΟΥΣ ΧΡΗΣΗΣ</b>	<b>-39,1%</b>	<b>-24,4%</b>	<b>-31,8%</b>

Σημείωση: Ο προσδιορισμός των ποσοστών του Πίνακα 5 προκύπτει από την χρήση της εξίσωσης: (Τελικό - Αρχικό)/Αρχικό \* 100, για τα ποσά που προέρχονται από τον Πίνακα 4.

**Πίνακας 6:** Στοιχεία 1<sup>ου</sup> σεναρίου «ΠΑΡ. Β» (αισιόδοξο) (σε χιλ. €)

ΣΕΝΑΡΙΟ 1					
ΕΤΟΣ	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Ταμειακές ροές από λειτουργικές (συνήθειες) δραστηριότητες</b>					
Μετρητά ληφθέντα από πελάτες	138.270,86	159.011,49	206.714,94	237.722,18	309.038,83
Μετρητά πληρωθέντα	-89.266,81	102.656,83	120.108,50	144.130,19	187.369,25
Φόροι εισοδήματος	-4.064,86	4.674,59	6.076,96	6.988,51	9.085,06
Άλλες πληρωμές μετρητών	-5.000,00	5.000,00	5.000,00	5.000,00	5.000,00
<b>Καθαρή ταμειακή ροή από λειτουργικές (συνήθειες) δραστηριότητες</b>	<b>39.939,19</b>	<b>46.680,07</b>	<b>75.529,48</b>	<b>81.603,48</b>	<b>107.584,52</b>
<b>Ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες</b>					
Αγορές ακινήτων και εξοπλισμού	10.000,00	10.000,00	10.000,00	10.000,00	10.000,00
Έσοδα από πώληση εξοπλισμού	+0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Τόκοι εισπραχθέντες	+0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Μερίσματα εισπραχθέντα	+0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Καθαρή ταμειακή ροή από επενδυτικές δραστηριότητες</b>	<b>-10.000,00</b>	<b>-10.000,00</b>	<b>-10.000,00</b>	<b>-10.000,00</b>	<b>-10.000,00</b>
<b>Ταμειακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες</b>					
<b>Είσπραξη αύξησης μετοχικού κεφαλαίου και διαφοράς υπέρ το άρτιο</b>					
Πληρωμή δανείων	25.000,00	15.000,00	25.000,00	15.000,00	25.000,00
Αύξηση βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων	25.000,00	15.000,00	0,00	25.000,00	10.000,00
Αύξηση (μείωση) μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων	5.000,00	-	5.000,00	0,00	5.000,00
Μερίσματα - τόκοι πληρωθέντες	5.000,00	10.000,00	15.000,00	15.000,00	20.000,00
<b>Καθαρή ταμειακή ροή από χρηματοδοτικές δραστηριότητες</b>	<b>-35.000,00</b>	<b>-25.000,00</b>	<b>-20.000,00</b>	<b>-40.000,00</b>	<b>-35.000,00</b>
<b>ΤΑΜΕΙΑΚΟ ΠΛΕΟΝΑΣΜΑ</b>	<b>= 39.939,19 -10.000,00</b>	<b>11.680,07</b>	<b>45.529,48</b>	<b>31.603,48</b>	<b>62.584,52</b>

	-35.000,00=				
	-5.060,81				

Σημείωση: Ο υπολογισμός των ποσών παρουσιάζεται για το έτος 2015 και παρομοίως υπολογίζονται και για τα επόμενα έτη.

**Πίνακας 7:** Στοιχεία 2<sup>ου</sup> σεναρίου «ΠΑΡ. Β» (μετριοπαθές) (σε χιλ. €)

ΣΕΝΑΡΙΟ 2					
ΕΤΟΣ	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Ταμειακές ροές από λειτουργικές (συνήθειες) δραστηριότητες</b>					
Μετρητά ληφθέντα από πελάτες	128.394,37	147.653,53	191.949,58	205.386,05	267.001,87
Μετρητά πληρωθέντα	-85.547,36	94.102,10	110.099,45	132.119,35	158.543,21
Φόροι εισοδήματος	-3.774,51	4.340,69	5.642,89	6.037,90	7.849,27
Άλλες πληρωμές μετρητών	-5.000,00	5.000,00	5.000,00	5.000,00	5.000,00
<b>Καθαρή ταμειακή ροή από λειτουργικές (συνήθειες) δραστηριότητες</b>	<b>34.072,50</b>	<b>44.210,74</b>	<b>71.207,24</b>	<b>62.228,80</b>	<b>95.609,39</b>
<b>Ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες</b>					
Αγορές ακινήτων και εξοπλισμού	10.000,00	10.000,00	10.000,00	10.000,00	10.000,00
Έσοδα από πώληση εξοπλισμού	+0,00				
Τόκοι εισπραχθέντες	+ 0,00				
Μερίσματα εισπραχθέντα	+0,00				
<b>Καθαρή ταμειακή ροή από επενδυτικές δραστηριότητες</b>	<b>-10.000,00</b>	<b>-10.000,00</b>	<b>-10.000,00</b>	<b>-10.000,00</b>	<b>-10.000,00</b>
<b>Ταμειακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες</b>					
Είσπραξη αύξησης μετοχικού κεφαλαίου και διαφοράς υπέρ το άρτιο					
Πληρωμή δανείων	10.000,00	15.000,00	15.000,00	15.000,00	25.000,00
Αύξηση βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων	25.000,00	15.000,00	0,00	25.000,00	10.000,00
Αύξηση (μείωση) μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων	15.000,00	10.000,00	5.000,00	0,00	0,00
Μερίσματα - τόκοι πληρωθέντες	5.000,00	10.000,00	15.000,00	15.000,00	20.000,00
<b>Καθαρή ταμειακή ροή από χρηματοδοτικές δραστηριότητες</b>	<b>-45.000,00</b>	<b>-35.000,00</b>	<b>-20.000,00</b>	<b>-40.000,00</b>	<b>-30.000,00</b>
<b>ΤΑΜΕΙΑΚΟ ΠΛΕΟΝΑΣΜΑ</b>	<b>-20.927,50</b>	<b>-789,26</b>	<b>41.207,24</b>	<b>12.228,80</b>	<b>55.609,39</b>

Σημείωση: Ο υπολογισμός των ποσών παρατίθεται για τη χρονιά του 2015 και ομοίως υπολογίζονται και οι επόμενες χρονιές.

**Πίνακας 8:** Σύγκριση Κ.Π.Α. ταμειακών ροών και Ε.Π.Α. «ΠΑΡ. Β» (σε χιλ. €)

<b>ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΣΕΝΑΡΙΩΝ</b>		
Προεξοφλητικό επιτόκιο: 0,19		
Έτος	1 <sup>ο</sup> Σενάριο	2 <sup>ο</sup> Σενάριο
<b>Ταμειακό Πλεόνασμα 2015</b>	-5.060,81	-20.927,50
<b>Ταμειακό Πλεόνασμα 2016</b>	11.680,07	-789,26
<b>Ταμειακό Πλεόνασμα 2017</b>	45.529,48	41.207,23
<b>Ταμειακό Πλεόνασμα 2018</b>	31.603,47	12.228,81
<b>Ταμειακό Πλεόνασμα 2019 (ΕΔΩ ΣΥΜΠΕΡΙΛΑΜΒΑΝΕΤΑΙ Η ΥΑ)</b>	102.584,52	95.609,39
<b>Υπολειμματική Αξία</b>	40.000,00	40.000,00
<b>Καθαρή Παρούσα Αξία (NVP)</b>	89.760,83	52.472,72
<b>Εσωτερικό Ποσοστό Απόδοσης (IRR)</b>	370,00%	87,39%

**Πίνακας 9:** Ιστορικά στοιχεία επιχείρησης «ΠΑΡ. Γ»

Έτη	Κέρδη απαλλαγμένα από έκτακτα και μη επαναλαμβανόμενα κονδύλια	Λογιστικές αξίες		
		Στοιχεία Ενεργητικού	Υποχρεώσεις	Λογιστική καθαρή θέση
2010	+40.000	310.000	160.000	=310.000-160.000=150.000
2011	+35.000	340.000	180.000	160.000
2012	+42.000	370.000	190.000	180.000
2013	+41.000	350.000	150.000	200.000
2014	<u>+45.000</u>	<u>380.000</u>	<u>170.000</u>	<u>210.000</u>
<b>Σύνολο</b>	<b>203.000</b>	<b>1.750.000</b>	<b>850.000</b>	<b>900.000</b>
<b>Μέσος όρος 5ετίας</b>	<b>=203.000/5=40.600</b>	<b>350.000</b>	<b>170.000</b>	<b>180.000</b>



**Πίνακας 10:** Προβλεπόμενα στοιχεία επιχείρησης «ΠΑΡ. Γ»

Προβλεπόμενα μέσα ετήσια μελλοντικά κέρδη	42.000
Προβλεπόμενη μέση πραγματική καθαρή θέση (καθαρή θέση εκτός του goodwill)	200.000
Προβλεπόμενη λειτουργική καθαρή θέση	160.000
Ποσοστό μέσης επενδυτικής απόδοσης	10%
Επιτόκιο προεξόφλησης υπερπροσόδου	15%
Προβλεπόμενη διάρκεια υπερπροσόδου	5 έτη

**Πίνακας 11:** Κέρδη κατά Μετοχή επιχείρησης «ΠΑΡ. Γ»

Έτη	Κέρδη	Αριθμός μετοχών	Κέρδη κατά Μετοχή = Καθαρά Κέρδη / Αριθμός Μετοχών
2010	40.000	34.334.677	0,001165003
2011	35.000	34.334.677	0,001019378
2012	42.000	34.334.677	0,001223253
2013	41.000	34.334.677	0,001194128
2014	45.000	34.334.677	0,001310628

**Πίνακας 12:** Εσωτερική Αξία Μετοχής επιχείρησης «ΠΑΡ. Γ»

Έτη	Ιδία Κεφάλαια	Αριθμός μετοχών	Αριθμοδείκτης Εσωτερική Αξία Μετοχής = Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων / Αριθμός Μετοχών
2011	132.780,63	34.334.677	0,003867
2012	133.669,85	34.334.677	0,003893
2013	128.487,95	34.334.677	0,003742