

ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΔΥΤΙΚΗΣ ΕΛΛΑΔΑΣ

ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ: ΘΕΩΡΙΑ
ΜΕΛΕΤΕΣ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑ
ΑΝΑΛΟΓΗΣ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ ΣΤΟ EXCEL**

ΟΝΟΜΑΤΕΠΩΝΥΜΟ ΣΠΟΥΔΑΣΤΩΝ:

ΖΗΣΗΣ ΑΝΔΡΕΑΣ

ΚΟΛΛΙΑΣ ΓΕΩΡΓΙΟΣ

ΛΕΠΙΔΑΣ ΘΕΟΔΩΡΟΣ

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ:

ΠΑΡΙΣ ΖΑΧΟΥΡΗΣ

ΠΑΤΡΑ 2017

Πνευματικά δικαιώματα

Copyright © Ζήση Ανδρέα, Κόλλια Γεώργιο, Θεόδωρο Λεπίδα, [2016]

Με επιφύλαξη παντός δικαιώματος. All rights

Η έγκριση της πτυχιακής εργασίας από το Τμήμα Σχολή Διοίκησης και Οικονομίας του Τεχνολογικού Ιδρύματος Δυτικής Ελλάδος δεν υποδηλώνει απαραίτητως και αποδοχή των απόψεων του συγγραφέα εκ μέρους του Τμήματος.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

[Η έκταση της περίληψης καθορίζεται ανάλογα με τις οδηγίες κάθε τμήματος.]

ABSTRACT

[Δίνεται η περίληψη στην αγγλική γλώσσα. Η έκταση της περίληψης καθορίζεται ανάλογα με τις οδηγίες κάθε τμήματος.]

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....	3
ABSTRACT.....	4
ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ.....	5
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1.....	7
ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΚΑΙ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ.....	7
1.1 ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ.....	7
1.1.2 ΟΡΙΣΜΟΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ.....	7
1.2 ΤΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ.....	8
1.2.1 ΟΡΙΣΜΟΣ ΚΑΙ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΟΥ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ.....	8
1.2.2 ΣΠΟΥΔΑΙΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΕΩΣ.....	9
1.2.3 ΟΡΙΣΜΟΣ ΚΑΙ ΣΤΟΧΟΙ ΤΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ.....	11
1.3 ΧΡΗΣΙΜΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ.....	13
1.4 ΜΥΘΟΙ ΚΑΙ ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ ΠΟΥ ΑΠΑΣΧΟΛΟΥΝ ΤΗΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ.....	14
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2.....	18
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΜΟΧΛΕΥΣΗ, ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΑΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ.....	18
2.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	18
2.2 ΚΑΘΟΡΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΤΗΣ ΚΑΘΕ ΠΗΓΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ.....	19
2.2.1 ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ.....	20
2.2.2 ΞΕΝΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ.....	21
2.2.2.1 ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΣ ΔΑΝΕΙΣΜΟΣ.....	21
2.2.2.2 ΕΚΔΟΣΗ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΟΥ ΔΑΝΕΙΟΥ.....	21
2.3 ΑΝΑΛΥΣΗ ΝΕΚΡΟΥ ΣΗΜΕΙΟΥ ΚΑΙ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ.....	22
2.3.1 ΑΝΑΛΥΣΗ ΝΕΚΡΟΥ ΣΗΜΕΙΟΥ.....	22
2.3.2 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΝΕΚΡΟΥ ΣΗΜΕΙΟΥ.....	23
2.4 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΗ ΜΟΧΛΕΥΣΗ.....	26
2.4.1 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΜΟΧΛΕΥΣΗ.....	27
2.4.2 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ.....	30
2.4.4 ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΗ ΜΟΧΛΕΥΣΗ.....	31
2.4.5 ΣΥΝΔΥΑΣΜΕΝΗ ΜΟΧΛΕΥΣΗ.....	33
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3.....	36
ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ.....	36
3.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	36
3.2 ΜΕΘΟΔΟΙ ΠΟΥ ΒΑΣΙΖΟΝΤΑΙ ΣΕ ΛΟΓΙΣΤΙΚΑ ΔΕΔΟΜΕΝΑ.....	37

3.2.1 ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ	38
3.2.2 ΑΝΑΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ.....	39
3.2.3 ΑΞΙΑ ΡΕΥΣΤΟΠΟΙΗΣΗΣ	41
3.2.4 ΑΞΙΑ ΑΝΤΙΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ	42
3.3 ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΩΝ ΠΟΛΛΑΠΛΑΣΙΑΣΤΩΝ.....	42
3.3.1 ΒΑΣΙΚΗ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΥ ΠΟΛΛΑΠΛΑΣΙΑΣΤΩΝ.....	45
3.4 Η ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΩΝ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ	46
3.5 Η ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΩΝ ΥΠΕΡΚΕΡΔΩΝ	47
3.5.1 ΤΑ ΥΠΕΡΚΕΡΔΗ ΤΩΝ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	47
3.5.2 ΤΑ ΥΠΕΡΚΕΡΔΗ ΤΩΝ ΣΥΝΟΛΙΚΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	49
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.....	51
ΜΕΘΟΔΟΣ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΜΕΝΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ.....	51
4.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ	51
4.2 ΕΦΑΡΜΟΣΙΜΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΟΙ ΤΗΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΜΕΝΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ	52
4.3 ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΩΝ (EQUITY VALUATION).....	54
4.4 ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ (ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ – FIRM VALUATION).....	57
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5.....	60
5.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ	60
5.2 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΜΕΣΟΥ ΣΤΑΘΜΙΚΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ WACC	60
5.2.1 ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΑ ΣΧΟΛΙΑ	60
5.3.2 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ WACC.....	60
5.4 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ ΚΑΙ ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΗ ΑΞΙΑ	61
5.5 ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΖΗΣΗΣ ΓΕΡΑΣΙΜΟΣ ΜΟΝΟΠΡΟΣΩΠΗ ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΗ ΕΠΕ	62
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ	62
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	63

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΚΑΙ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

1.1 ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Κάθε περιουσιακό στοιχείο, οικονομικών, καθώς και πραγματική, έχει μια αξία. Το κλειδί για την επιτυχία των επενδύσεων και την διαχείριση αυτών των περιουσιακών στοιχείων έγκειται στην κατανόηση όχι μόνο ποια είναι η αξία είναι, αλλά και οι πηγές της αξίας. Κάθε περιουσιακό στοιχείο μπορεί να αποτιμηθεί, αλλά ορισμένα περιουσιακά στοιχεία είναι πιο εύκολο να εκτιμούν ό, τι τους άλλους και τα στοιχεία της αποτίμησης θα διαφέρει από περίπτωση σε περίπτωση. Έτσι, η αποτίμηση της μετοχής της ακίνητης περιουσίας θα απαιτούν διαφορετικές πληροφορίες και να ακολουθήσει μια διαφορετική μορφή από την αποτίμηση των εισηγμένων στο χρηματιστήριο μετοχών. Αυτό που είναι εκπληκτικό, ωστόσο, δεν είναι οι διαφορές στις τεχνικές αποτίμησης σε όλη περιουσιακών στοιχείων, αλλά και ο βαθμός ομοιότητας των βασικών αρχών. Υπάρχει αναμφισβήτητη αβεβαιότητα που σχετίζεται με την αποτίμηση. Συχνά ότι η αβεβαιότητα προέρχεται από το περιουσιακό στοιχείο που αποτιμάται, αν και το μοντέλο αποτίμησης μπορεί να προσθέσει σε αυτή την αβεβαιότητα. Αποτίμηση παίζει σημαντικό ρόλο σε αυτή τη φιλοσοφία, δεδομένου ότι οι αγοραστές ιδιόχρησης προσελκύονται σε μια συγκεκριμένη επιχείρηση, επειδή πιστεύουν ότι είναι υποτιμημένες. Είναι, επίσης, ενδιαφέρονται για πόση επιπλέον αξία που μπορούν να δημιουργήσουν από την αναδιάρθρωση της επιχείρησης και να λειτουργήσει σωστά.

1.1.2 ΟΡΙΣΜΟΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Αποτίμησης είναι χρήσιμο σε ένα ευρύ φάσμα καθηκόντων. Ο ρόλος που παίζει, όμως, είναι διαφορετική σε διαφορετικές αρένες. Η ενότητα που ακολουθεί καθορίζει τη σημασία της αποτίμησης στη διαχείριση χαρτοφυλακίου, ανάλυση αγοράς και την εταιρική χρηματοδότηση. Όταν αναφερόμαστε στην αποτίμηση των επιχειρήσεων, μιλάμε για μια διαδικασία μέσα από την οποία γίνεται ευρέως γνωστή η τελική αξία της κάθε επιχείρησης. Κατά καιρούς υπάρχουν πολλές απόψεις σχετικά με τη διαδικασία της αποτίμησης, οι μελετητές διαφωνούν μεταξύ τους για το εάν η αποτίμηση είναι μια τεχνική ή είναι επιστήμη.

1.2 ΤΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ

1.2.1 ΟΡΙΣΜΟΣ ΚΑΙ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΟΥ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ

Η κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης και ο ισολογισμός είναι οι δυο λογιστικές καταστάσεις τις οποίες υποχρεούνται να καταρτίζουν στο τέλος κάθε λογιστικής χρήσεως οι επιχειρηματικές μονάδες. Πριν δώσουμε ένα ολοκληρωμένο ορισμό του ισολογισμού περιοζόμεθα στο να αναφέρουμε ότι ο ισολογισμός είναι η λογιστική κατάσταση η οποία εμφανίζει την οικονομική ή αλλιώς τη χρηματοοικονομική κατάσταση μιας επιχειρήσεως σε δεδομένη στιγμή.

Από λογιστικής πλευρά ο όρος χρηματοοικονομική κατάσταση σημαίνει τρία πράγματα:

1. Τα μέσα δράσεως που κατέχει η επιχείρηση δηλαδή ότι ανήκει στη κυριότητα της επιχείρησης.
2. Τις υποχρεώσεις της επιχείρησης προς τρίτους ή αλλιώς ότι οφείλει επιχείρηση σε τρίτους. Τρίτοι θεωρούνται όλα τα πρόσωπα, φυσικά και νομικά.
3. Τις υποχρεώσεις προς τον φορέα δηλαδή ότι δικαιούται να λάβει ο φορέας από την επιχείρηση.

Στην λογιστική ορολογία, το σύνολο των οικονομικών αγαθών ή αλλιώς των μεσών δράσεως που κατέχει μια επιχείρηση ονομάζεται ενεργητικό. Κάθε ένα από τα οικονομικά αγαθά ονομάζεται στοιχείο του ενεργητικού. Επομένως ορίζουμε ότι ενεργητικό είναι το σύνολο των οικονομικών αγαθών που ανήκουν κατά κυριότητα σε μια οικονομική μονάδα και των οποίων η τιμή μπορεί να προσδιορίσει κατά αντικειμενικό τρόπο. Επίσης στη λογιστική το σύνολο των υποχρεώσεων μιας οικονομικής μονάδας προς τους τρίτους ονομάζεται παθητικό και καθεμία απάτης υποχρεώσεις είναι στοιχείο παθητικού. Έτσι ορίζουμε ότι παθητικό είναι το σύνολο των υποχρεώσεων μιας οικονομικής μονάδας προς τους τρίτους και των οποίων το ποσό μπορεί να προσδιορισθεί κατά αντικειμενικό τρόπο.

Συνοψίζοντας ισολογισμός είναι η λογιστική κατάσταση η οποία εμφανίζει τα στοιχεία του ενεργητικού του παθητικού και της καθαρής περιουσίας μιας οικονομικής μονάδας σε δεδομένη χρονική στιγμή και σε ενιαίο νόμισμα.

1.2.2 ΣΠΟΥΔΑΙΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΕΩΣ

Κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεως είναι η λογιστική κατάσταση η οποία εμφανίζει το αποτέλεσμα το οποίο απέτυχε μια οικονομική μονάδα κατά της διάρκεια μιας διαχειριστικής χρήσης καθώς και τους προσδιοριστικούς παράγοντες αυτού του αποτελέσματος.

Η ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων έχει ως στόχο την άντληση πληροφοριών και τη δημιουργία των απαραίτητων γνώσεων για τη λήψη αποφάσεων οι οποίες επηρεάζουν την κατανομή των οικονομικών πόρων μέσα στην οικονομία. Ειδικά, η ανάλυση ενδιαφέρεται για την εκτίμηση του κινδύνου και της αναμενόμενης απόδοσης της επένδυσης σε μια επιχείρηση στην περίπτωση χορήγηση πιστώσεων από τράπεζες ή προμηθευτές, το βασικό ενδιαφέρον του αναλυτή είναι ο υπολογισμός της οικονομικής αγίας της επιχείρησης, προκειμένου να εκτιμηθεί η αναμενόμενη απόδοση της επένδυσης.

Οι παράγοντες που διαμορφώνουν το αποτέλεσμα μπορεί να είναι δυο ή περισσότεροι, ανάλογα με το πώς ορίζεται το περιεχόμενό τους. Οι προσδιοριστικοί παράγοντες του αποτελέσματος είναι:

1. Έσοδα
2. Έξοδα
3. Έκτατα κέρδη
4. Έκτατες ζημίες

ΕΣΟΔΑ

Έσοδο είναι κάθε αύξηση της καθαρής θέσεως μιας οικονομικής μονάδας η οποία προέρχεται από τις δραστηριότητές της. Οι δραστηριότητες από τις οποίες προέρχεται το έσοδο είναι οι πωλήσεις εμπορευμάτων ή η παράγωγη και πώληση των εμπορευμάτων, η παροχή υπηρεσιών, η εκμίσθωση σε τρίτους στοιχεία του παγίου ενεργητικού (μηχανήματα, οικόπεδα, αυτοκίνητα) κι η πώληση πάγιων περιουσιακών στοιχείων της οικονομικής μονάδας.

Μια άλλη διάκριση επίσης των εσόδων είναι τα λειτουργικά έσοδα και τα μη λειτουργικά έσοδα. Λειτουργικά έσοδα είναι τα έσοδα τα οποία προέρχονται από την ή τις κύριες δραστηριότητες της οικονομικής μονάδας. Μη λειτουργικά έσοδα είναι αυτά τα οποία προέρχονται από άλλες δραστηριότητες που δεν συνδέονται με το κύριο αντικείμενο της επιχείρησης.

ΕΞΟΔΑ

Προκειμένου να πραγματοποιηθεί ένα έσοδο χρειάζεται τις περισσότερες φορές να θυσιαστούν κάποιοι οικονομικοί πόροι αυτή η θυσία των πόρων είναι γνωστή ως έξοδο.

Η επιτροπή των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων ορίζει ότι:

Έξοδο είναι κάθε μείωση που παρουσιάζουν τα οικονομικά οφέλη της επιχείρησης κατά την διάρκεια της διαχειριστικής χρήσης υπό την μορφή μείωσης των στοιχείων του ενεργητικού ή αύξησης των υποχρεώσεων που οδηγούν σε μειώσεις της καθαρής περιουσίας έκτος αυτών που οφείλονται σε επιστροφές κεφαλιών στους φορείς.

Η πραγματοποίηση των εξόδων οφείλεται σε:

- a) Συγκεκριμένες δραστηριότητες της επιχείρησης και σε
- b) Διάφορα εξωγενή γεγονότα

Οι δραστηριότητες της επιχείρησης που προξενούν έξοδα είναι οι εξής:

- a) Η ανάλωση ή η χρησιμοποίηση από την επιχείρηση στοιχείων του ενεργητικού της.
- b) Η χρησιμοποίηση υπηρεσιών τρίτων
- c) Η χρησιμοποίηση στοιχείων ενεργητικού τρίτων

ΕΚΤΑΚΤΑ ΚΕΡΔΗ

Έκτακτο κέρδος είναι κάθε αύξηση της καθαρής θέσης μιας οικονομικής μονάδας, η οποία δεν προέρχεται από τις δραστηριότητες της τελευταίας αλλά

οφείλεται σε τυχαία (έ- κτακτα) γεγονότα. Ένα τέτοιο παράδειγμα είναι τα κέρδη από λαχεία, κέρδη από πώληση περιουσιακών στοιχείων.

ΕΚΤΑΚΤΕΣ ΖΗΜΙΕΣ

Έκτακτη ζημιά είναι κάθε μείωση της καθαρής θέσης της οικονομικής μονάδας, η οποία δεν προέρχεται από τις δραστηριότητες της τελευταίας αλλά οφείλεται σε τυχαία (έκτακτα) γεγονότα. Ένα τέτοιο παράδειγμα είναι η καταστροφή στοιχείων ενεργητικού από πυρκαγιά. Τα έξοδα αυτά χαρακτηρίζονται ως έκτακτα ή ως έκτακτες ζημίες και δεν ενσωματώνονται στο λειτουργικό κόστος, αλλά καταχωρούνται στο λογ/σμό «έκτακτα και ανόργανα αποτελέσματα» και τους υπολογαριασμούς του που μεταφέρονται απευθείας στα αποτελέσματα χρήσεως και όχι στα αποτελέσματα εκμεταλλεύσεως.

1.2.3 ΟΡΙΣΜΟΣ ΚΑΙ ΣΤΟΧΟΙ ΤΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ

Η χρησιμοποίηση των χρηματοοικονομικών δεδομένων από τον υπεύθυνο λήψης αποφάσεων αποβλέπει στη μέτρηση της προηγούμενης επίδοσης, της σημερινής κατάστασης μιας επιχείρησης και την πρόβλεψη των μελλοντικών δυνατοτήτων της επιχείρησης. Η χρησιμοποίηση των χρηματοοικονομικών δεδομένων της επιχείρησης όπως εμφανίζονται στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις είναι δυνατόν να μην οδηγή στην άντληση ολόκληρης της πληροφόρησης που περιέχεται σε αυτές. Τα περισσότερα μεγέθη αποκτούν σπουδαιότητα από τη σχέση τους με αλλά μεγέθη ή από το ύψος και την κατεύθυνση της μεταβολής τους από ορισμένο σημείο στο παρελθόν μέχρι τώρα. Είναι πολύ φυσικό οι δημοσιευμένες χρηματοοικονομικές καταστάσεις να περιέχουν συσχετίσεις, τάσεις και άλλη πληροφόρηση καθώς και η συστηματικότερη και αποτελεσματικότερη χρησιμοποίηση της πληροφόρησης που μας παρέχουν οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις γίνονται μέσα στα πλαίσια της ανάλυσης των χρηματοοικονομικών καταστάσεων.

Η ανάλυση θα μπορούσε να πούμε πως κατά ένα μεγάλο μέρος είναι ένα ζήτημα καθιέρωσης σημαντικών σχέσεων, εντοπισμού σημαντικών μεταβολών στις τάσεις, ύψη μεγεθών και σχέσης διερευνήσεις των λόγων που αποτελούν τη βασική εξήγηση αυτών των μεταβολών. Θα πρέπει να σημειωθεί συμπληρωματικά ότι ο εντοπισμός ενός κρίσιμου σημείου είναι δυνατόν να δώσει μια έγκαιρη προειδοποίηση για μια σημαντική μεταβολή στη μελλοντική επιτυχία ή αποτυχία της επιχείρησης. Υπάρχουν πολλοί ορισμοί στον ορό ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων.

Κατά τον Leonard A Bornstein η ανάλυση χρηματοοικονομικών καταστάσεων είναι μια διαδικασία ευθυκρισίας που αποβλέπει να αξιολογήσει την παρούσα και

προηγούμενη χρηματοοικονομική κατάσταση και τα αποτελέσματα των εργασιών μιας επιχείρησης, με πρωταρχικό αντικειμενικό στόχο τον καθορισμό των καλύτερων δυνατών εκτιμήσεων και προβλέψεων για τη μελλοντική κατάσταση και απόδοση της επιχείρησης.

Κατά τους Rudolph D. Kennedg και Stewart Y McMullen, η ανάλυση χρηματοοικονομικών καταστάσεων αποτελεί μια μελέτη των σχέσεων και τάσεων προκειμένου να καθορισθεί και η χρηματοοικονομική κατάσταση, τα αποτελέσματα των εργασιών και η χρηματοοικονομική εξέλιξη της επιχείρησης είναι ικανοποιητικός ή όχι.

Με βάση τους παραπάνω ορισμούς διαμορφώνεται ο ακόλουθος ορισμός της ανάλυσης των χρηματοοικονομικών καταστάσεων: Η ανάλυση δημοσιευμένων χρηματοοικονομικών καταστάσεων είναι ένα σύστημα πληροφόρησης που αντλεί τα δεδομένα του από τις δημοσιευμένες χρηματοοικονομικές καταστάσεις και άλλες πηγές, δημιουργεί την πληροφόρηση με τη μελέτη, αξιολόγηση και Ερμεία των σχέσεων και τάσεων μεταξύ των διαφόρων χρηματοοικονομικών δεδομένων που γίνεται με ποσοτικά και ποιοτικά μέσα και περιέχει την πληροφόρηση που αναφέρεται σε προβλέψεις σχετικά με τη μελλοντική κατάσταση και επίδοση της επιχείρησης στους έκτος της επιχείρηση λαμβάνοντας αποφάσεις.

Η πληροφόρηση που παρέχει η ανάλυση χρηματοοικονομικών καταστάσεων αποβλέπει πρωταρχικά να εξυπηρετήσει τις ανάγκες για λήψη αποφάσεων στα άτομα της επιχείρησης. Τα άτομα αυτά ενδιαφέρονται για την αξιολόγηση της οικονομικής θέσης της επιχείρησης και την πρόβλεψη της μελλοντικής πορείας της επιχείρησης. Τα άτομα που χρησιμοποιούν αυτό το σύστημα πληροφόρησης μπορούν να ομαδοποιηθούν σε διαφορές κατηγορίες από τις οποίες οι σπουδαιότερες είναι οι ακόλουθες:

1. Οι φορείς της επιχειρήσεις
2. Η διοίκηση της επιχείρησης, στην οποία συμπεριλαμβάνεται και το διοικητικό συμβούλιο της επιχείρησης
3. Οι πιστωτές
4. Η τοπική ή κεντρική διοίκηση
5. Οι πιθανοί φορείς της επιχείρησης και ενδεχόμενοι πιστωτές
6. Οι χρηματοδοτικοί οργανισμοί και ειδικοί επενδυτικοί οργανισμοί
7. Οι επαγγελματικές ενώσεις επιχειρήσεων
8. Οι εργαζόμενοι στις επιχειρήσεις και οι εργατικές τους ενώσεις
9. Το ευρύ κοινό

Η ανάλυση χρηματοοικονομικών καταστάσεων θα πρέπει να εξυπηρετήσει τις ανάγκες κάθε μιας από τις παραπάνω ομάδες ατόμων, αφού αυτές αποτελούν τους

εκτός της επιχείρησης λαμβάνοντας αποφάσεις. Οι ανάγκες δε σε πληροφόρηση κάθε μιας από τις παραπάνω ομάδες είναι διαφορετικές. Για παράδειγμα οι βραχυχρόνιοι πιστωτές, τράπεζες, προμηθευτές ενδιαφέρονται πρωταρχικά για την ικανότητα της επιχείρησης να εξοφλεί τις ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Στο πλαίσιο αυτό η σύνθεση των κυκλοφοριακών περιουσιακών στοιχείων και η σχέση τους με τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της, εξετάζονται προσεκτικά προκειμένου να αξιολογηθεί το βραχυπρόθεσμο αξιόχρεο της επιχείρησης. Από την άλλη μεριά, οι μακροχρόνιοι πιστωτές ενδιαφέρονται για δείκτες μακροχρόνιου χαρακτήρα, τέτοιους όπως η κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης, οι δυνατότητες πραγματοποίησης κερδών στο μέλλον, η ικανότητα δημιουργίας διαθέσιμων για μεγάλες χρονικές περιόδους, μεταβολές στην χρηματοοικονομική θέση της επιχείρησης.

Ως εκ τούτου, με την ανάλυση των στοιχείων των λογιστικών καταστάσεων οι αποφάσεις των ενδιαφερόμενων σε κάθε περίπτωση δεν στηρίζονται πλέον στη διαίσθηση ή στις υποθέσεις αλλά σε συγκεκριμένα συμπεράσματα. Βεβαία η ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων δεν αποδυναμώνει τον ανθρώπινο παράγοντα ο οποίος είναι αυτός που θα πάρει τις αποφάσεις.

1.3 ΧΡΗΣΙΜΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Η επιτυχία μιας εταιρείας μετριέται από την αξία της. Πολλοί επιχειρηματίες δεν γνωρίζουν την πραγματική αξία της εταιρείας τους και ασχολούνται με αυτήν μόνον όταν αναγκαστούν να το κάνουν (πχ σε περίπτωση εξαγοράς ή συγχώνευσης) αλλά, ακόμα και τότε, συνηθίζουν να καταφεύγουν σε εμπειρικούς τρόπους εκτίμησης. Στην κατηγορία των «μικρών επιχειρήσεων» ο καθορισμός της αξίας της επιχείρησης είναι πρακτικά σχεδόν άγνωστη. Όμως η γνώση είναι δύναμη, οπότε η γνώση της καθαρής αξίας μιας εταιρείας και των παραγόντων που την διαμορφώνουν, αποτελεί σημαντικό εργαλείο και ένδειξη για το που βρίσκεται η εταιρεία και κυρίως για το πως μπορεί μακροπρόθεσμα να βελτιωθεί.

Η αποτίμηση μιας εταιρίας είναι εκ φύσεως μια πολύπλοκη διαδικασία που απαιτεί γνώση της αγοράς, αναλυτικές ικανότητες καθώς και κριτική ικανότητα. Κατά τις περιόδους οικονομικής ύφεσης, οι απόπειρες αποτίμησης μιας εταιρίας δυσχεραίνονται περαιτέρω για πολλούς λόγους. Ανεξάρτητα από το αντικείμενο δραστηριότητας μιας επιχείρησης, από τα πάγια στοιχεία της, από τη φήμη της ή από τη δυναμική της, υπάρχει ένας παράγοντας που παίζει ιδιαίτερα σημαντικό ρόλο στον καθορισμό της τελικής αξίας: το ρίσκο ή αλλιώς επιχειρηματικός κίνδυνος. Όσο χαμηλότερη η επικινδυνότητα της επιχείρησης (με όλους τους άλλους παράγοντες να

παραμένουν σταθεροί), τόσο υψηλότερη η εκτίμηση της αξίας. Η αποτίμηση μιας επιχείρησης είναι απαραίτητη προκειμένου να γίνει η εξαγορά εταιρικού μεριδίου ή συγχώνευση της με κάποια άλλη επιχείρηση. Συχνά, η αποτίμηση γίνεται και για την ενημέρωση των μετόχων μιας εταιρίας.

Η εκτίμηση της αξίας ενός οργανισμού, μιας δραστηριότητας, ενός ενσώματου ή άυλου παγίου στοιχείου του, αποτελεί σημαντικό εργαλείο για την διοίκηση και τους μετόχους του οργανισμού. Αυτό βέβαια προϋποθέτει μια συνεχή διαδικασία και όχι απλώς τον καθορισμό μιας τιμής σε κάποια χρονική περίοδο, όπως συνήθως γίνεται όταν προκύψει η ανάγκη σε μια περίπτωση εξαγοράς ή συγχώνευσης, απόσχισης δραστηριοτήτων, χρηματιστηριακών τοποθετήσεων, μεταβιβάσεως μεριδίων, ποσοστών συμμετοχής κ.α.

1.4 ΜΥΘΟΙ ΚΑΙ ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ ΠΟΥ ΑΠΑΣΧΟΛΟΥΝ ΤΗΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ

Γενικότητες σχετικά με την Αποτίμηση

Όπως όλοι οι αναλυτικοί κλάδοι, η αποτίμηση έχει αναπτύξει τους δικούς της μύθους μέσα στο χρόνο. Αυτή η ενότητα εξετάζει ορισμένους από αυτούς τους μύθους.

Μύθος 1: εφόσον τα μοντέλα αποτίμησης είναι ποσοτικά, η αποτίμηση είναι αντικειμενική. Η αποτίμηση δεν είναι ούτε η επιστήμη που ορισμένοι από τους υποστηρικτές της θεωρούν ότι είναι, ούτε η αντικειμενική έρευνα για την πραγματική αξία που οι ιδεαλιστές θα ήθελαν να γίνει. Τα μοντέλα που χρησιμοποιούμε για την αποτίμηση μπορεί να είναι ποσοτικά, αλλά η εισαγωγή στοιχείων αφήνει μεγάλο περιθώριο για υποκειμενικές κρίσεις. Επομένως, η τελική αξία που λαμβάνουμε από αυτά τα μοντέλα επηρεάζεται από την μεροληψία που φέρνουμε στη διαδικασία. Στην πραγματικότητα, σε πολλές αποτιμήσεις, πρώτα ρυθμίζεται η τιμή και η αποτίμηση ακολουθεί. Η προφανής λύση είναι να εξαλείψουμε κάθε μεροληψία πριν αρχίσουμε με μια αποτίμηση, αλλά αυτό είναι πιο εύκολο να το λέμε από το κάνουμε. Δεδομένης της έκθεσης που έχουμε σε εξωτερική πληροφόρηση, αναλύσεις και γνώμες για την εταιρεία, είναι απίθανο να ξεκινήσουμε τις περισσότερες αποτιμήσεις χωρίς κάποια μεροληψία. Υπάρχουν δυο τρόποι για να μειώσουμε τη μεροληψία στη διαδικασία. Ο πρώτος είναι να αποφύγουμε να διατυπώσουμε έντονες δημόσιες θέσεις για τη αξία της εταιρείας πριν ολοκληρωθεί η αποτίμηση. Σε πολλές περιπτώσεις, η απόφαση για το αν η εταιρεία είναι υποτιμημένη ή υπερτιμημένη προηγείται της πραγματικής αποτίμησης, οδηγώντας σε αληθινά μεροληπτικές αναλύσεις. Ο δεύτερος είναι να μην στοιχηματίσουμε για το αν η εταιρεία είναι υποτιμημένη ή υπερτιμημένη, πριν από την αποτίμηση. Οι θεσμικές ανησυχίες παίζουν επίσης ρόλο στον καθορισμό του εύρους της μεροληψίας στην αποτίμηση. Για παράδειγμα, έχει αναγνωριστεί το γεγονός ότι αναλυτές μετοχών είναι πιο πιθανό να εκδώσουν συστάσεις για αγορά παρά για πώληση, δηλαδή, είναι πιο πιθανό να θεωρήσουν τις εταιρείες υποτιμημένες παρά υπερτιμημένες. Αυτό μπορεί να εντοπιστεί μερικώς στις δυσκολίες που αντιμετωπίζουν για να αποκτήσουν πρόσβαση και να συλλέξουν

πληροφορίες για εταιρείες για τις οποίες έχουν εκδώσει συστάσεις πώλησης και στην πίεση που δέχονται από διαχειριστές χαρτοφυλακίων, κάποιοι από τους οποίους διαθέτουν μεγάλες θέσεις σε μετοχές. Πρόσφατα, αυτή η τάση έχει επιδεινωθεί από την πίεση σε αναλυτές μετοχών έτσι ώστε να επιδοθούν σε επιχειρηματικές δραστηριότητες στον τομέα της επενδυτικής τραπεζικής. Όταν χρησιμοποιείται μια αποτίμηση που έχει γίνει από τρίτο μέρος, οι μεροληψίες του/των αναλυτή/ων που κάνει την αποτίμηση πρέπει να ληφθούν υπόψη, πριν παρθούν αποφάσεις βάσει αυτής. Για παράδειγμα, μια αποτίμηση που κάνει μια εταιρεία-στόχος στον εαυτό της σε μια εξαγορά πιθανώς να είναι θετικά μεροληπτική. Αν και αυτό δεν καθιστά την αποτίμηση ανάξια, υποδηλώνει ότι η ανάλυση θα πρέπει να εξεταστεί με δυσπιστία.

Μύθος 2: Μια αποτίμηση που έχει ερευνηθεί και διεξαχθεί καλά είναι διαχρονική. Η αξία που προκύπτει από κάθε μοντέλο αποτίμησης επηρεάζεται από πληροφορίες συγκεκριμένα για την εταιρεία και για ολόκληρη την αγορά. Συνεπώς, η αξία θα αλλάζει καθώς αποκαλύπτονται νέες πληροφορίες. Δεδομένης της συνεχούς ροής πληροφοριών μέσα στις χρηματαγορές, μια αποτίμηση σε μια εταιρεία γρήγορα γίνεται απαρχαιωμένη και πρέπει να εκσυγχρονιστεί για να αντικατοπτρίζει σύγχρονες πληροφορίες. Αυτές οι πληροφορίες μπορεί να αφορούν συγκεκριμένα την εταιρεία, να επηρεάζουν έναν ολόκληρο τομέα ή να αλλάζουν τις προσδοκίες για όλες της εταιρείες της αγοράς. Το πιο κοινό παράδειγμα πληροφοριών που αφορούν συγκεκριμένα την εταιρεία είναι η αναφορά κερδών που περιλαμβάνει νέα όχι μόνο για την επίδοση της εταιρείας στην πιο πρόσφατη χρονική περίοδο, αλλά, κυρίως, για το επιχειρηματικό μοντέλο που έχει υιοθετήσει η εταιρεία. Η δραματική πτώση στην αξία πολλών μετοχών της νέας οικονομίας από το 1999 ως το 2001 μπορεί να εντοπιστεί, τουλάχιστον μερικώς, στη συνειδητοποίηση ότι αυτές οι εταιρείες είχαν οικονομικά μοντέλα που μπορούσαν να αποφέρουν πελάτες, αλλά όχι κέρδη, ακόμα και μακροπρόθεσμα.

Σε ορισμένες περιπτώσεις, νέες πληροφορίες μπορεί να επηρεάσουν τις αποτιμήσεις όλων των εταιρειών ενός τομέα. Έτσι, φαρμακευτικές εταιρείες που αποτιμήθηκαν υψηλά στις αρχές του 1992, με την εικασία ότι η υψηλή ανάπτυξη της δεκαετίας του '80 θα συνεχιστεί και στο μέλλον, αποτιμήθηκαν πολύ χαμηλότερα στις αρχές του 1993, καθώς οι προοπτικές μεταρρύθμισης της υγείας και ελέγχου τιμών μείωσαν τις μελλοντικές προοπτικές. Έχοντας το πλεονέκτημα της στερνης γνώσης, οι αποτιμήσεις αυτών των εταιρειών (και οι συστάσεις των αναλυτών) που έγιναν το 1992 μπορεί να κατακριθούν, άλλα ήταν λογικές, δεδομένων των πληροφοριών που ήταν διαθέσιμες τότε. Τέλος, πληροφορίες σχετικά με την κατάσταση της οικονομίας και το επίπεδο των επιτοκίων επηρεάζουν όλες τις αποτιμήσεις σε μια οικονομία. Μια αποδυνάμωση της οικονομίας μπορεί να οδηγήσει σε επαναξιολόγηση των ρυθμών

ανάπτυξης γενικότερα, αν και οι επιπτώσεις στα κέρδη πιθανόν να είναι οι μεγαλύτερες σε κυκλικές εταιρείες. Παρόμοια, μια αύξηση στα επιτόκια θα επηρεάσει όλες τις επενδύσεις, σε διαφορετικούς βαθμούς όμως. Όταν οι αναλυτές αλλάζουν τις αποτιμήσεις τους, χωρίς αμφιβολία θα τους ζητηθεί να τις δικαιολογήσουν. Σε ορισμένες περιπτώσεις, το γεγονός ότι οι αποτιμήσεις αλλάζουν με το χρόνο θεωρείται πρόβλημα. Η καλύτερη απάντηση μπορεί να είναι αυτή που έδωσε ο Λόρδος Κέυνς όταν του ασκήθηκε κριτική επειδή άλλαξε τη θέση του σε ένα μεγάλο οικονομικό ζήτημα: «Όταν αλλάζουν τα γεγονότα, αλλάζω γνώμη. Και εσύ τι κάνεις κύριε;»

Μύθος 3: Μια καλή αποτίμηση δίνει μια ακριβή εκτίμηση της αξίας. Ακόμα και στο τέλος της πιο προσεκτικής και λεπτομερούς αποτίμησης, θα υπάρχει αβεβαιότητα σχετικά με τους τελικούς αριθμούς, που διαμορφώνονται από τις υποθέσεις που κάνουμε για το μέλλον της εταιρείας και της οικονομίας. Δεν είναι ρεαλιστικό να αναμένουμε ή να απαιτούμε απόλυτη βεβαιότητα στην αποτίμηση, εφόσον οι ταμειακές ροές και τα προεξοφλητικά επιτόκια υπολογίζονται με σφάλμα. Επίσης, αυτό σημαίνει ότι πρέπει να δώσετε στον εαυτό σας ένα λογικό όριο σφάλματος όταν κάνετε συστάσεις βάσει των αποτιμήσεων. Ο βαθμός ακρίβειας των αποτιμήσεων πιθανόν να διαφέρει ευρέως σε όλες τις επενδύσεις. Η αποτίμηση μιας μεγάλης και ώριμης εταιρείας, με μακροχρόνια χρηματοοικονομική ιστορία, συνήθως είναι πολύ πιο ακριβής από την αποτίμηση μια νέας εταιρείας, σε ένα τομέα που βρίσκεται σε αναταραχή. Αν αυτή η εταιρεία τυχαίνει να λειτουργεί σε μια αναδυόμενη αγορά με πρόσθετες διαφωνίες σχετικά με το μέλλον της αγοράς, η αβεβαιότητα μεγαλώνει.

Παρακάτω στο βιβλίο, θα υποστηρίξουμε ότι οι δυσκολίες που σχετίζονται με την αποτίμηση μπορεί να σχετίζονται με το που βρίσκεται η εταιρία στον κύκλο ζωής. Οι ώριμες εταιρείες τείνουν να είναι πιο εύκολες στην αποτίμηση από τις δυναμικές εταιρείες και οι νεοϊδρυθείσες εταιρείες είναι πιο δύσκολο να αποτιμηθούν από τις εταιρείες με εδραιωμένα προϊόντα και αγορές. Τα προβλήματα δεν βρίσκονται στα μοντέλα αποτίμησης που χρησιμοποιούμε, αλλά στις δυσκολίες που συναντούμε κάνοντας εκτιμήσεις για το μέλλον. Πολλοί επενδυτές και αναλυτές χρησιμοποιούν την αβεβαιότητα για το μέλλον ή την έλλειψη πληροφοριών για να δικαιολογήσουν το ότι δεν κάνουν ολοκληρωμένες αποτιμήσεις. Στην πραγματικότητα, το κέρδος της αποτίμησης είναι μεγαλύτερο σε αυτές τις εταιρείες.

Μύθος 4: Όσο πιο ποσοτικό είναι ένα μοντέλο, τόσο καλύτερη είναι η αποτίμηση. Μπορεί να είναι προφανές ότι όσο ένα μοντέλο γίνεται ολοκληρωμένο και πολύπλοκο, θα πρέπει να δίνει καλύτερες αποτιμήσεις, αλλά αυτό δεν είναι απαραίτητο. Καθώς τα μοντέλα γίνονται πιο περίπλοκα, ο αριθμός των απαραίτητων στοιχείων που εισάγονται για την αποτίμηση μιας εταιρείας αυξάνεται, φέρνοντας μαζί την πιθανότητα σφάλματος. Αυτά τα προβλήματα γίνονται σύνθετα όταν τα μοντέλα γίνονται τόσο περίπλοκα που μετατρέπονται σε «μαύρα κουτιά» όπου οι αναλυτές τροφοδοτούν με αριθμούς από τη μια μεριά και από την άλλη βγαίνουν αποτιμήσεις. Πολύ συχνά, όταν η αποτίμηση αποτυγχάνει, το φταίξιμο αποδίδεται στο μοντέλο και όχι στον αναλυτή. Το ποίημα είναι: «Δεν ήταν δικό μου λάθος. Το μοντέλο φταίει». Υπάρχουν τρία σημεία στα οποία πρέπει να δώσουμε έμφαση σε αυτό το βιβλίο για όλες τις αποτιμήσεις. Το πρώτο είναι η αρχή της φειδούς που λέει

ότι δεν εισάγεις περισσότερα στοιχεία από αυτά που είναι απολύτως αναγκαία για την αποτίμηση ενός περιουσιακού στοιχείου. Το δεύτερο είναι ότι υπάρχει ένα αντιστάθμισμα μεταξύ του κέρδους της οικοδόμησης με αναλυτικό τρόπο και των κοστών εκτίμησης (και σφάλματος) όταν παρέχονται λεπτομερή στοιχεία. Το τρίτο είναι ότι τα μοντέλα δεν αποτιμούν τις εταιρείες, εσείς το κάνετε. Σε ένα κόσμο όπου, συχνά, το πρόβλημα που αντιμετωπίζουμε στις αποτιμήσεις είναι οι πολλές και όχι οι λίγες πληροφορίες, ο διαχωρισμός της πληροφορίας που έχει σημασία από την πληροφορία που δεν έχει είναι σχεδόν τόσο σημαντικός όσο τα μοντέλα αποτίμησης και οι τεχνικές που χρησιμοποιείτε για την αποτίμηση μιας εταιρείας.

Μύθος 5: Για να κερδίσετε χρήματα στην αποτίμηση, θα πρέπει να υποθέσετε ότι οι αγορές είναι αναποτελεσματικές. Κατά την διαδικασία της αποτίμησης συχνά υπονοείται ότι οι αγορές κάνουν λάθη και ότι μπορούμε να βρούμε αυτά τα λάθη, χρησιμοποιώντας συχνά πληροφορίες που είναι προσβάσιμες σε δεκάδες χιλιάδες άλλους επενδυτές. Επομένως, το επιχείρημα ότι, αυτοί που πιστεύουν πως οι αγορές είναι αναποτελεσματικές θα πρέπει να αφιερώσουν το χρόνο και τις πηγές τους στην αποτίμηση, ενώ αυτοί που πιστεύουν ότι οι αγορές είναι αποτελεσματικές θα πρέπει να αποδεχτούν την τιμή αγοράς ως την καλύτερη εκτίμηση αξίας, φαίνεται να είναι λογικό. Παρόλα αυτά, αυτή η δήλωση δεν αντιπροσωπεύει τις εσωτερικές αντιφάσεις και στις δυο θέσεις. Αυτοί που πιστεύουν ότι οι αγορές είναι αποτελεσματικές μπορεί ακόμα να αισθάνονται ότι η αποτίμηση έχει να συμβάλλει σε κάτι, ειδικά όταν καλούνται να αποτιμήσουν την επίδραση μιας αλλαγής στον τρόπο με τον οποίο λειτουργεί η εταιρεία, ή για να καταλάβουν γιατί οι τιμές αγοράς αλλάζουν με το χρόνο. Επιπλέον, δεν είναι ξεκάθαρο πώς οι αγορές θα μπορούσαν να γίνουν αποτελεσματικές από την αρχή, αν οι επενδυτές δεν προσπαθήσουν να βρουν υποτιμημένες και υπερτιμημένες μετοχές που έχουν αποτιμηθεί και να εκμεταλλευτούν αυτές τις αποτιμήσεις. Με άλλα λόγια, μια προϋπόθεση για την αποτελεσματικότητα των αγορών φαίνεται να είναι η ύπαρξη εκατομμυρίων επενδυτών που πιστεύουν ότι οι αγορές δεν είναι αποτελεσματικές. Από την άλλη, αυτοί που πιστεύουν ότι οι αγορές κάνουν λάθη και αγοράζουν ή πωλούν μετοχές με αυτή τη βάση, στο τέλος πρέπει να πιστέψουν ότι οι αγορές θα διορθώσουν αυτά τα λάθη, δηλαδή να γίνουν αποτελεσματικές, γιατί έτσι κερδίζουν χρήματα. Αυτή είναι μια αρκετά ιδιοτελής ερμηνεία της αναποτελεσματικότητας. Οι αγορές είναι αναποτελεσματικές μέχρι να πάρετε μεγαλύτερη θέση στις μετοχές που θεωρείτε ότι έχουν κοστολογηθεί λανθασμένα, αλλά γίνονται αποτελεσματικές αφού έχετε πάρει αυτή τη θέση. Προσεγγίζουμε το θέμα της αποτελεσματικότητας των αγορών με επιφύλαξη και δυσπιστία. Από τη μια, πιστεύουμε ότι οι αγορές κάνουν λάθη, αλλά, από την άλλη, η ανακάλυψη αυτών των λαθών απαιτεί συνδυασμό δεξιοτήτων και τύχης. Αυτή η άποψη για τις αγορές μας οδηγεί στα ακόλουθα συμπεράσματα. Πρώτα, αν κάτι φαίνεται πολύ καλό για να είναι αληθινό – μια μετοχή μοιάζει σίγουρα υποτιμημένη ή υπερτιμημένη – τότε πιθανόν δεν είναι αληθινό. Δεύτερο, όταν η αξία από μια ανάλυση είναι σημαντικά διαφορετική από την τιμή αγοράς, αρχίζουμε με την υπόθεση ότι η αγορά είναι σωστή και πρέπει να πείσουμε τον εαυτό μας ότι αυτό δεν ισχύει πριν να καταλήξουμε ότι κάτι είναι υποτιμημένο ή υπερτιμημένο. Αυτό το υψηλότερο επίπεδο μπορεί να μας οδηγήσει να είμαστε πιο προσεκτικοί στην ολοκλήρωση των αποτιμήσεων. Δεδομένων των ιστορικών δυσκολιών για να κερδίσουμε τις αγορές, αυτό είναι ένα επιθυμητό αποτέλεσμα.

Μύθος 6: το προϊόν της αποτίμησης (δηλαδή η αξία) είναι αυτό που έχει σημασία. Η διαδικασία της αποτίμησης δεν είναι σημαντική. Καθώς τα μοντέλα αποτίμησης παρουσιάζονται σε αυτό το βιβλίο, υπάρχει κίνδυνος να εστιάσουμε αποκλειστικά στο αποτέλεσμα, δηλαδή την αξία της εταιρείας και αν αυτή είναι υποτιμημένη ή υπερτιμημένη και να χάσουμε κάποιες σημαντικές γνώσεις που μπορεί να αποκτηθούν από τη διαδικασία της αποτίμησης. Η διαδικασία μπορεί να μας πει πολλά για τους καθοριστικούς παράγοντες της αξίας και να μας βοηθήσει να απαντήσουμε ορισμένα θεμελιώδη ερωτήματα. Ποια είναι η κατάλληλη τιμή για να πληρώσουμε για μεγάλη ανάπτυξη; Πόσο αξίζει ένα εμπορικό όνομα; Πόσο σημαντικό είναι να βελτιωθούν οι αποδόσεις στα σχέδια; Ποια είναι η επίδραση των ορίων κέρδους στην αξία; Καθώς η διαδικασία είναι τόσο ενημερωτική, ακόμα και αυτοί που θεωρούν ότι οι αγορές είναι αποτελεσματικές (και ότι η τιμή αγοράς είναι επομένως η καλύτερη εκτίμηση της αξίας) θα πρέπει να μπορούν να βρουν κάποια χρήση για τα μοντέλα αποτίμησης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΜΟΧΛΕΥΣΗ, ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΑΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ

2.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η Ανάλυση της Μόχλευσης εξετάζει τον τρόπο με τον οποίο μεταβολές σε βασικά οικονομικά μεγέθη της επιχείρησης, επηρεάζουν τα κέρδη. Επιλέγοντας εκ προοιμίου τη σχέση π.χ. μεταβλητών και σταθερών δαπανών ή Δανειακών και Ίδιων Κεφαλαίων, ήμαστε σε θέση να γνωρίζουμε τις επιπτώσεις στα κέρδη από (επιθεωρητές ή μη) μεταβολές των μεγεθών αυτών. Η μεταβλητότητα των κερδών ως αποτέλεσμα των μεταβολών αυτών είναι ο Κίνδυνος της επιχείρησης. Έτσι η ανάλυση της μμόχλευσης συνίσταται ουσιαστικά στην ποσοτικοποίηση του Επιχειρηματικού και Χρηματοοικονομικού Κινδύνου που συνθέτουν το συνολικό κίνδυνο της επιχείρησης. Για μια επιχείρηση είναι σημαντικό να μπορεί να προσδιορίσει τις εναλλακτικές μεθόδους χρηματοδότησης των επιχειρηματικών πρωτοβουλιών της. Υπάρχουν διάφορες εναλλακτικές πηγές κεφαλαίου και το ερώτημα που τίθεται είναι ο προσδιορισμός του κατάλληλου μείγματος κεφαλαίου, ώστε να αντληθούν πόροι, και οι πρωτοβουλίες αυτές να γίνουν υλοποίησιμα επιχειρηματικά σχέδια. Μπορεί να διακριθούν δύο πηγές χρηματοδότησης:

Εσωτερικές και εξωτερικές, ως προς την επιχείρηση. Περαιτέρω, όσον αφορά τις εξωτερικές πηγές χρηματοδότησης, πρωτεύοντα ρόλο παίζουν οι αγορές χρήματος και κεφαλαίου. Οι αγορές αυτές εκπροσωπούν τους βασικούς τρόπους χρηματοδότησης, άμεσους (κατευθείαν από το ευρύ επενδυτικό κοινό) ή έμμεσους (από το επενδυτικό κοινό μέσω κάποιου μεσάζοντα, π.χ. ενός χρηματοπιστωτικού ιδρύματος), και προσφέρουν λύσεις ανάλογα με τις ανάγκες κάθε επιχειρηματία. Για παράδειγμα, μια εισηγμένη στο χρηματιστήριο εταιρεία, η οποία θέλει να δημιουργήσει μια νέα μονάδα παραγωγής, μπορεί να χρηματοδοτήσει το επενδυτικό της σχέδιο: μέσω μιας αύξησης του μετοχικού της κεφαλαίου ή/και μέσω τραπεζικού δανεισμού. Ιδιαίτερη σπουδαιότητα παρουσιάζουν τα σύγχρονα εργαλεία χρηματοδότησης που προσφέρουν οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί, ή ακόμα και οι ίδιοι οι ιδιώτες. Ενδεικτικά αναφέρουμε την Πώληση και Επαναμίσθωση Παγίων Στοιχείων (Sale and Lease), το σύστημα Δικαιόχρησης (Franchising - δυνατότητα χρήσης μιας εταιρικής ταυτότητας από ιδιώτη), και τα Κεφάλαια Επιχειρηματικού Κινδύνου – Εταιρείες Επιχειρηματικού Κεφαλαίου (Venture Capital). Τα εργαλεία αυτά αναλύονται στη συνέχεια.

2.2 ΚΑΘΟΡΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΤΗΣ ΚΑΘΕ ΠΗΓΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ

Οι επιχειρήσεις μπορούν να διακριθούν σε δύο ευρύτερες ομάδες:

Στις επιχειρήσεις που είναι εισηγμένες σε κάποια οργανωμένη Κεφαλαιαγορά

(Χρηματιστήριο) και σε επιχειρήσεις οι οποίες δεν είναι εισηγμένες σε κάποιο Χρηματιστήριο. Η διάκριση αυτή είναι σημαντική από τη στιγμή όπου οι επιχειρήσεις της πρώτης κατηγορίας έχουν πρόσβαση σε Κεφάλαια που δεν έχουν οι εκτός Χρηματιστηρίου, ενώ παράλληλα η αναγνωσιμότητα τους συμβάλει στην σχετική διευκόλυνση της διαδικασίας άντλησης Κεφαλαίων και από εναλλακτικές Πηγές Χρηματοδότησης. Η δεύτερη προσπάθεια κατηγοριοποίησης των επιχειρηματικών φορέων αφορά στη χρήση των κεφαλαίων που θα αντληθούν ως εξής : Κεφάλαια που αφορούν σε επέκταση υφιστάμενων επιχειρήσεων (στο ίδιο αντικείμενο δραστηριοτήτων μέσα από μεγέθυνση της παραγωγικής τους δυναμικότητας ή της γεωγραφικής κάλυψης εξυπηρέτησης ή σε παραπλήσιο αντικείμενο) Κεφάλαια που αφορούν στην ίδρυση νέων Επιχειρήσεων Η διάκριση αυτή είναι επίσης σημαντική ως προς τις δυνητικές επιλογές που έχει κάθε επιχείρηση. Έτσι στα πρώτα στάδια της μία νεοϊδρυόμενη επιχείρηση, θα επιβαρυνθεί με υψηλότερο Χρηματοοικονομικό κόστος των Κεφαλαίων που θα αντλήσει λόγω του υψηλότερου κινδύνου που ελλοχεύει μία επιχειρηματική πρωτοβουλία χωρίς ιστορικό ή ακόμα και αποκλείεται εκ προοιμίου από κάποιες πηγές χρηματοδότησης (π.χ. μέσω Κεφαλαιαγοράς). Σε αντίθετη περίπτωση μία επιχείρηση που αποφασίζει να επεκτείνει τις δραστηριότητες ή να ενισχύσει την υφιστάμενη παραγωγική της δομή, διαθέτει το σύνολο των δυνατών πηγών χρηματοδότησης, με σαφώς χαμηλότερο κόστος κεφαλαίων λόγω όχι μόνο των εμπράγματων αλλά και άλλων μορφών εγγυήσεων που μπορεί να παρέχει η πολυετής (επιτυχημένη) δραστηριοποίηση της στην αγορά. Σε κάθε περίπτωση, ο επιχειρηματίας που έχει μια ανάλογη πρωτοβουλία πρέπει να αναζητήσει τις κατάλληλες πηγές κεφαλαίων ώστε να την υλοποιήσει. Απαραίτητη

προϋπόθεση, πριν την υλοποίηση του επενδυτικού σχεδίου, είναι η κατάρτιση ενός Ολοκληρωμένου Επιχειρηματικού Σχεδίου (Business Plan), το οποίο περιλαμβάνει όλα τα στοιχεία του Αρχικού Κόστους της Επένδυσης, του Κόστους Λειτουργίας του επενδυτικού σχεδίου, καθώς επίσης και των αναμενόμενων εισροών (εσόδων) όπως και κατ' επέκταση της κατάλληλης ανάλυσης αποδοτικότητας. Οι εναλλακτικές δυνατότητες που υφίστανται για χρηματοδότηση επιχειρηματικών πρωτοβουλιών και υλοποίηση επιχειρηματικών σχεδίων είναι οι ακόλουθες:

2.2.1 ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

Η πρώτη εναλλακτική μέθοδος για να χρηματοδοτήσει μια εταιρεία τις δραστηριότητές της είναι η χρήση ιδίων κεφαλαίων. Αυτή μπορεί να προέρχεται από κεφαλαιοποίηση των κερδών, για μια υπάρχουσα εταιρεία, οπότε αποτελεί εσωτερικό τρόπο χρηματοδότησης, ο οποίος αναλύεται σε επόμενη ενότητα. Επίσης, μπορεί να γίνει από συνεισφορά στο μετοχικό κεφάλαιο για μια νεοσύστατη εταιρεία και αποτελεί εξωτερική μορφή χρηματοδότησης. Στην πρώτη περίπτωση, η μέθοδος είναι κατάλληλη για επιχειρήσεις, οι οποίες παρουσιάζουν σημαντική κερδοφορία και χρησιμοποιούν μέρος των κερδών τους για επέκταση των δραστηριοτήτων τους. Ένας συνήθης τρόπος χρηματοδότησης επενδυτικών έργων αποτελεί η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας, κατά το ποσόν που απαιτείται για την υλοποίησή των έργων αυτών. Η απόφαση λαμβάνεται από το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας. Οι διαδικασίες εξαρτώνται από το αν η εταιρεία είναι εισηγμένη ή όχι. Η απευθείας προσφυγή στο επενδυτικό κοινό για την άντληση κεφαλαίων κατηγοριοποιεί τη μέθοδο ως άμεση χρηματοδότηση. Η δημόσια εγγραφή αφορά τις υφιστάμενες επιχειρήσεις, οι οποίες επιθυμούν (αλλά και δύνανται) να μπουν στο χρηματιστήριο προκειμένου να αντλήσουν κεφάλαια. Για το σκοπό αυτό, εκδίδουν μετοχές, τις οποίες διανέμουν στο ευρύ επενδυτικό κοινό (μέσω κανόνων που ορίζουν οι αρχές του χρηματιστηρίου), καθώς και σε Θεσμικούς Επενδυτές, για να μπορέσουν να υλοποιήσουν τα σχέδιά τους. Οι μετοχές μιας εταιρείας διακρίνονται σε κοινές και προνομιούχες. Τα κέρδη διανέμονται πρώτα στις προνομιούχες μετοχές. Αποδίδεται υποχρεωτικά ένα πρώτο μέρος οριζόμενο από το Νόμο – 7% επί της ονομαστικής αξίας της μετοχής. Πρόσθετο μέρος διανέμεται επίσης, ισόποσα με τις κοινές μετοχές. Τέλος λαμβάνεται σωρευτικό μέρος, από προηγούμενες χρήσεις χωρίς μέρος. Συγκεκριμένα, σε περίπτωση μη διανομής μερίσματος ή μειωμένου μερίσματος, κατά μία ή περισσότερες χρήσεις, το παρεχόμενο στις προνομιούχες μετοχές πρώτο μέρος, αναπληρώνεται ή συμπληρώνεται δια απολήψεως τόκου, σε ποσοστό 7% επί του καταβλημένου εταιρικού κεφαλαίου.

2.2.2 ΞΕΝΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

2.2.2.1 ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΣ ΔΑΝΕΙΣΜΟΣ

Ο βασικότερος τρόπος χρηματοδότησης επιχειρηματικών πρωτοβουλιών για νεοσύστατες επιχειρήσεις είναι μέσω των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Ο τραπεζικός δανεισμός ως μορφή χρηματοδότησης επιχειρησιακών σχεδίων είναι επίσης σημαντικός και για ήδη υπάρχουσες επιχειρήσεις. Οι τράπεζες έχουν δημιουργήσει προϊόντα χορήγησης αρχικού κεφαλαίου με όρους που συμφωνούν με τις ανάγκες των επιχειρήσεων. Τα προϊόντα αυτά διαφέρουν ως προς το επιτόκιο, τη διάρκεια, το ποσό, την περίοδο χάριτος, κλπ. Εφόσον η επιχείρηση καταθέσει τα απαραίτητα δικαιολογητικά με το επιχειρηματικό σχέδιο (business plan), η τράπεζα προχωρά στην έγκριση ή μη του δανείου και καθορίζει τους όρους του.

2.2.2.2 ΕΚΔΟΣΗ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΟΥ ΔΑΝΕΙΟΥ

Μία πηγή άντλησης κεφαλαίων, η οποία φαίνεται να κερδίζει διαρκώς έδαφος στις προτιμήσεις των Διοικήσεων των εταιρειών αλλά και των επενδυτών, είναι η έκδοση ομολογιακού δανείου. Η μέθοδος αυτή αποτελεί άμεσο τρόπο άντλησης κεφαλαίων δανεισμού απ' ευθείας από τους (αποταμιευτές - επενδυτές) που έχουν πλεονάσματα προς τις επιχειρήσεις που αναζητούν κεφάλαια. Οι όροι του δανεισμού αυτού καθορίζονται από τον Ανάδοχο της έκδοσης (συνήθως Τραπεζικά Ιδρύματα), στην βάση αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας της επιχείρησης.

Οι ομολογίες αποδίδουν για τον επενδυτή: α) μια σειρά από (ίσα ή μεταβλητά - ανάλογα με το ισχύον επιτόκιο) τοκομερίδια (εισόδημα) σε τακτά χρονικά διαστήματα (π.χ. ανά 6μηνο) στη διάρκεια της ζωής τους, β) την Ονομαστική Αξία τους στο τέλος της διάρκειας ζωής τους. Τα τοκομερίδια αποδίδονται από την εταιρεία υποχρεωτικά, πριν την απόδοση μερισμάτων. Νομική υποχρέωση αποτελεί και η εξόφληση του δανείου. Αυτή η υποχρέωση αποτελεί ασφαλή επένδυση για επενδυτές, αλλά αποτελεί χρηματοδοτικό κίνδυνο για την εταιρεία. Ομολογίες μεταβλητής προσόδου αποτελούν λιγότερο ασφαλή επένδυση για επενδυτές και εταιρείες σε σύγκριση με εκείνες σταθερής προσόδου, δεδομένης της αβεβαιότητας ως προς το τοκομερίδιο που θα αποδώσουν. Εκθέτουν περαιτέρω την εταιρεία σε κίνδυνο επιτοκίων. Όσον αφορά στο δανειακό κόστος κεφαλαίου που απαιτείται από τράπεζες και ομολογιούχους από την επιχείρηση, αυτό καθορίζεται ανάλογα με τις εκτιμήσεις του κινδύνου που θεωρούν ότι ενέχει η επένδυσή τους στην επιχείρηση. Υπάρχουν διεθνείς εταιρείες, όπως οι Moody's και οι Standard and Poor Corporation, που ασχολούνται με την αξιολόγηση και διαβάθμιση των εταιρειών ως προς το επίπεδο του κινδύνου πτώχευσης που θεωρείται ότι ενέχουν. Ομολογιακά και τραπεζικά δάνεια μπορεί να είναι διαφορετικής χρονικής διάρκειας. Δάνεια μικρότερα του έτους θεωρείται ότι προέρχονται από την αγορά χρήματος και αποτελούν βραχυπρόθεσμο δανεισμό για την επιχείρηση, ενώ δάνεια μεγαλύτερα του έτους αντλούνται από την αγορά κεφαλαίου και θεωρούνται ως μακροχρόνια κεφάλαια για την επιχείρηση. Επίσης, αναφορά πρέπει να γίνει, πέρα από τη διάρκεια του δανείου, και ως προς το

επιτόκιο δανεισμού. Έτσι, δάνεια με σταθερό επιτόκιο θεωρούνται προτιμότερα όταν αναμένεται μελλοντική αύξηση των επιτοκίων, ενώ όταν αναμένεται πτώση των επιτοκίων τα κυμαινόμενα επιτόκια είναι προτιμότερα για την επιχείρηση. Επιπλέον, ένα σταθερό επιτόκιο συνεισφέρει στην καλύτερη πρόβλεψη των ταμειακών ροών της εταιρείας.

2.3 ΑΝΑΛΥΣΗ ΝΕΚΡΟΥ ΣΗΜΕΙΟΥ ΚΑΙ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ

2.3.1 ΑΝΑΛΥΣΗ ΝΕΚΡΟΥ ΣΗΜΕΙΟΥ

Νεκρό σημείο (break even point) ονομάζεται το ποσό ακριβώς των πωλήσεων (κύκλου εργασιών), που μια επιχείρηση καλύπτει το σύνολο των εξόδων της, σταθερά και μεταβλητά, μη πραγματοποιώντας ούτε κέρδος ούτε ζημιά. Η συγκεκριμένη έννοια αποτελεί σημαντικό αντικείμενο μελέτης και ανάγεται στη σφαίρα ανάλυσης των πωλήσεων μιας επιχείρησης. Εκφράζεται ως αξία επί των πωλήσεων (μας δείχνει πόση είναι η χρηματική αξία των πωλήσεων που πρέπει να κάνει η επιχείρηση ώστε να μην έχει ούτε κέρδος ούτε ζημιά), ως ποσοστό επί των πωλήσεων (μας δείχνει σε ποιο ποσοστό επί των πωλήσεων που έκανε ή αναμένεται να κάνει η επιχείρηση, δεν έχει ούτε κέρδος ούτε ζημιά), ως ποσότητα πωλήσεων (μας δείχνει πόσα τεμάχια από το παραγόμενο προϊόν πρέπει να πουλήσει η επιχείρηση ώστε να μην έχει ούτε κέρδος αλλά ούτε και ζημιά) και ως χρόνος (πόσο χρόνο αναμένεται ότι θα χρειαστεί η επιχείρηση ώστε να πουλήσει τον απαραίτητο αριθμό μονάδων προϊόντος, τέτοιοι ώστε να μην έχει ούτε κέρδος ούτε ζημιά).

Οι μεταβλητές και οι σταθερές δαπάνες σε μια επιχείρηση

Το νεκρό σημείο μιας επιχείρησης, αποτελείται από δύο συνιστώσες: Τις μεταβλητές (variable cost) και τις σταθερές δαπάνες (fixed cost) της επιχείρησης. Οι πρώτες, αφορούν τις δαπάνες που προκύπτουν όταν υπάρχει παραγωγή, και αφορούν κόστη όπως τις πληρωμές των εργαζομένων, τις υπερωρίες, τους λογαριασμούς του ρεύματος κλπ. Γενικά, πρόκειται για τις δαπάνες που είναι σε κάποιο βαθμό "ελεγχόμενες" από τη διοίκηση της επιχείρησης.

Οι σταθερές δαπάνες της επιχείρησης, αφορούν τα κόστη που υπάρχουν σε κάθε περίπτωση, ανεξάρτητα από την φάση λειτουργίας της επιχείρησης, δηλαδή υφίστανται ακόμα και όταν η επιχείρηση είναι κλειστή, ή έχει μηδενική παραγωγή. Τέτοιου τύπου δαπάνες, είναι τα κόστη για ενοίκια κτηρίων ή εξοπλισμών, για ασφάλιστρα κλπ.

Η αποσαφήνιση των διαφορών αυτών των δύο ειδών δαπανών είναι απαραίτητη, καθώς η βασική αρχή πάνω στην οποία στηρίζεται η ανάλυση του νεκρού σημείου, είναι η συμπεριφορά του κόστους.

Χαρακτηριστικά μεταβλητά κόστη:

- i. Κόστος πωληθέντων (αποθέματα αρχής + αγορές περιόδου - αποθέματα τέλους)
- ii. Δαπάνες προσωπικού (κατά ένα μέρος)
- iii. Χαρακτηριστικά σταθερά κόστη:
- iv. Φόροι, Τέλη
- v. Έξοδα συντήρησης
- vi. Δαπάνες προσωπικού (κατά ένα μέρος)
- vii. Επίσης, υπάρχουν διαφόρων ειδών δαπάνες οι οποίες είναι ημιμεταβλητές, δηλαδή έχουν τόσο σταθερό όσο και μεταβλητό μέρος. Τέτοια είδη δαπανών, αποτελούν:
 - viii. Δαπάνες επισκευών
 - ix. Διάφορα υλικά
 - x. Καύσιμα

2.3.2 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΝΕΚΡΟΥ ΣΗΜΕΙΟΥ

Η εύρεση του νεκρού σημείου σε μονάδες παράγωγης μπορεί να γίνει με την βοήθεια της παρακάτω σχέσης που προέρχεται από τα αποτελέσματα χρήσης μιας επιχείρησης. Έσοδα από πώλησης – (Συνολικό Μεταβλητό Κόστος + Συνολικό

Σταθερό Κόστος) = Καθαρά Λειτουργικά Κέρδη. Η σχέση αυτή μπορεί να γραφεί και ως έξης:

$$S - (VC + F) = EBIT \Rightarrow (P * Q) - [(V * Q) + F] = EBIT$$

Όπου

S= πώλησης,

VC = συνολικό μεταβλητό κόστος,

F = συνολικό μεταβλητό κόστος,

EBIT = τα κέρδη πριν από τόκους και φόρους,

Q = η ποσότητα που παράγεται και πωλείτε εκφρασμένη σε μονάδες

P = η τιμή πώλησης ανά μονάδα προϊόντος και

V = το μεταβλητό κόστος ανά μονάδα προϊόντος.

Είναι γνωστό ότι η ανάλυση νεκρού σημείου είναι μια τεχνική η όποια καθορίζει την ποσότητα παραγομένων προϊόντων που επιφέρουν μηδενικά κέρδη πριν από τόκους και φόρους (δηλαδή, EBIT = 0) οπότε για EBIT = 0 θα έχουμε:

$$(P * Q) - (V * Q) - F = 0 \Rightarrow Q * (P - V) = F \Rightarrow QB = \frac{F}{(P - V)}$$

Όπου

BE = ποσότητα που παράγεται και πωλείτε στο νεκρό σημείο εκφρασμένη σε μονάδες και

το C = περιθώριο κέρδους ή συνεισφοράς ανά μονάδα προϊόντος, το οποίο είναι η διάφορα μεταξύ τιμής πώλησης ανά μονάδα προϊόντος και μεταβλητού κόστους ανά μονάδα προϊόντος, δηλαδή (P-V). Η χρησιμοποίηση της λέξης συνεισφορά στο πλαίσιο αυτό σημαίνει συνεισφορά στην κάλυψη του σταθερού κόστους. Η εύρεση του νεκρού σημείου σε άξια πωλήσεων μπορεί να γίνει με βάση την βοήθεια της παρακάτω σχέσης:

$$S - (VC + F) = EBIT \Rightarrow S - VC - F = EBIT \Rightarrow S - [(VC/S) * S] - F = EBIT \Rightarrow$$

$$S * [1 - (VC/S)] - F = EBIT$$

Στο νεκρό σημείο θα έχουμε $EBIT = 0$ και οι πώλησης SB που αντιστοιχούν σ' αυτό θα είναι όσες με:

$$SB * [1 - (VC/S)] - F = 0 \Rightarrow$$

$$SB * [1 - (VC/S)] = F \Rightarrow$$

$$SB = [F / (1 - (VC/S))] \quad \text{ή} \quad SB = F / CR$$

Όπου

$CR =$ ο δείκτης συνεισφοράς ή συντελεστής μίτου περιθωρίου ή μίτου κέρδους, ο οποίος είναι άσος με $[1 - (VC/S)]$. Επειδή το μεταβλητό κόστος ανά μονάδα προϊόντος και η τιμή πώλησης ανά μονάδα προϊόντος θεωρούνται σταθερά στην ανάλυση νεκρού σημείου, ο λόγος συνολικού μεταβλητού κόστους προς συνολικές πώλησης (VC/S) είναι σταθερός για οποιοδήποτε επίπεδο πωλήσεων. Στο σημείο αυτό θα πρέπει ότι στο ανωτέρω τύπο που απεικονίζει το νεκρό σημείο σε αξία των πωλήσεων που αντίστοιχες στο νεκρό σημείο και είναι ίδιος ανεξάρτητα από τα πραγματοποιούμενο ύψος παράγωγης και πωλήσεων της εταιρίας. Ο δεύτερος όρος αναφέρεται στην αξία των πωλήσεων που πραγματοποιεί η εταιρία.

ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ 1ο

Έστω μια επιχείρηση AB παράγει ένα προϊόν. Τα ετησία έσοδα της επιχείρησης από τις πώλησης της ανέρχονται σε 300000 ευρώ. Το σταθερό της κόστος σε 100000 ευρώ και το συνολικό της μεταβλητό κόστος σε 180000 ευρώ. Ζητείται να βρεθεί η αξία των πωλήσεων που αντιστοιχεί στο νεκρό σημείο της επιχείρησης.

ΑΠΑΝΤΗΣΗ

$$SB = [100000 / (1 - (180000/300000))] \Rightarrow$$

$$SB = 100000 / (1 - 0.6) = 250000$$

Άρα η αξία της πώλησης που αντιστοιχεί στο νεκρό σημείο είναι 250000 ευρώ ενώ οι πώλησης που πραγματοποιεί η επιχείρηση ανέρχονται σε 300000 ευρώ

ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ 2ο

Έστω ότι η επιχείρηση AB παράγει ένα προϊόν το οποίο πωλεί προς 10 ευρώ. Το μεταβλητό κόστος ανά μονάδα προϊόντος είναι 7 ευρώ και το σταθερό κόστος είναι 150000 ευρώ. Ζητείται να βρεθεί ποιο είναι το νεκρό σημείο της επιχείρησης σε μονάδες πωλήσεων και σε άξια πωλήσεων.

ΑΠΑΝΤΗΣΗ

$$Q_B = F / (P - V) = 150000 / (10 - 7) = 150000 / 3 = 50000 \text{ Μονάδες}$$

Και

$$SB = [F / (1 - (VC/S))] = (150000 / (1 - (7 * 50000 / 10 * 50000))) = 150000 / (1 - 0.7) \Rightarrow$$

$$SB = 150000 / 0.3 = 500000 \text{ ευρώ}$$

Άρα για να καλύψει η επιχείρηση AB μονό τα σταθερά της έξοδα πρέπει να πραγματοποιήσει παράγωγη 50000 μονάδων στην όποια και να πωλεί εξολοκλήρου. Στο επίπεδο αυτό η επιχείρηση δεν πραγματοποιεί κέρδος άλλα ούτε και ζημία. Το ύψος των συνολικών εσόδων που απαιτούνται για να καλύψει η επιχείρηση AB τις σταθερές της δαπάνες ανέρχονται σε 500000 ευρώ.

Η ανάλυση νεκρού σημείου μπορεί να εμπλουτιστεί και με ανάλυση ευαισθησίας. Με τον ορό ανάλυση ευαισθησίας στην περίπτωση αυτή εννοούμε τον προσδιορισμό της επίδρασης που ασκείται στο νεκρό σημείο από την μεταβολή ενός από τους παράγοντες που το διαμορφώνουν, διατηρούμενων όλων των άλλων σταθερών.

Τέτοιοι παράγοντες είναι για παράδειγμα το μεταβλητό κόστος ανά μονάδα προϊόντος, η τιμή πώλησης του προϊόντος, το συνολικό σταθερό κόστος η σύνθεση των πωλήσεων κτλ.

2.4 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΗ ΜΟΧΛΕΥΣΗ

2.4.1 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΜΟΧΛΕΥΣΗ

Η Χρηματοοικονομική Μόχλευση είναι η χρησιμοποίηση δανειακών κεφαλαίων με σκοπό την αύξηση της απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων. Είναι γενικά παραδεκτό ότι η χρησιμοποίηση δανειακών κεφαλαίων αυξάνει την αναμενόμενη απόδοση ιδίων κεφαλαίων μιας επιχείρησης. Αυτό συμβαίνει όταν η αναμενόμενη απόδοση του ενεργητικού [που μετριέται από τον δείκτη "Κέρδη προ τόκων και φορών (δηλαδή καθαρά λειτουργικά κέρδη)/ σύνολο ενεργητικού] υπερβαίνει το κόστος των δανειακών κεφαλαίων. Η χρηματοοικονομική μόχλευση όμως φέρνει αντίθετα αποτελέσματα όταν η απόδοση του ενεργητικού είναι μικρότερη από το κόστος των δανειακών κεφαλαίων. Στην περίπτωση αυτή, μπορεί να πραγματοποιηθούν ζημιές και εάν η επιχείρηση αδυνατεί να καλύψει τις υποχρεώσεις της, μπορεί να πτωχεύσει. Κατά συνέπεια, αποφάσεις σχετικές με το ύψος των δανειακών κεφαλαίων που θα πρέπει να χρησιμοποιεί μια επιχείρηση θα πρέπει να εξισορροπούν τις μεγαλύτερες αναμενόμενες αποδόσεις με τον προσθετό κίνδυνο αθέτησης των δανειακών υποχρεώσεων.

Όταν χρησιμοποιείται χρηματοοικονομική μόχλευση τότε οι μεταβολές στα καθαρά λειτουργικά κέρδη επιφέρουν ακόμη μεγαλύτερες μεταβολές στα κέρδη προς διάθεση ανά μετοχή. Αυτό οφείλεται στο ότι η χρήση δανειακών κεφαλαίων αυξάνει τα κέρδη προς διάθεση, χωρίς όμως να αυξάνει τον αριθμό των μετοχών. Κατά συνέπεια, τα περισσότερα κέρδη διανέμονται στον ίδιο αριθμό μετοχών. Η χρηματοοικονομική μόχλευση στην οποία χρησιμοποιεί μια επιχείρηση μετριέται από τον βαθμό χρηματοοικονομική μόχλευσης δείχνει την ευαισθησία των κερδών προς διάθεση ανά μετοχή, σε μεταβολές των καθαρών λειτουργικών κερδών. Άρα ο βαθμός χρηματοοικονομικής μόχλευσης είναι ο λόγος της ποσοστιαίας μεταβολής των κερδών προς διάθεση ανά μετοχή προς τη ποσοστιαία μεταβολή των καθαρών λειτουργικών κερδών δηλαδή

$$DFL = (\Delta EPS / EPS) / (\Delta EBIT / EBIT) = \dots \text{ φόρες}$$

Για γραμμικό νεκρό σημείο έχει αναπτυχθεί μια σχέση η οποία δίνει τον βαθμό χρηματοοικονομικής μόχλευσης σε οποιοδήποτε επίπεδο παράγωγης Q και χρηματοοικονομικών δαπανών I (που είναι όσες με το γινόμενο επιτόκιο επί δανειακά κεφάλαια). Η σχέση αυτή είναι η έξης:

$$EBIT = P * Q - V * Q - F = (P - V) * Q - F$$

$$EBIT = (EBIT - I)(1 - T)/N$$

όπου I είναι οι χρεωστικοί τόκοι, T είναι ο φορολογικός συντελεστής της επιχείρησης και N είναι ο αριθμός των μετοχών της. Εάν οι τόκοι είναι σταθεροί (δηλαδή $I = \text{σταθερό}$), τότε $\Delta I = 0$ και τότε έχουμε

$$\Delta EPS = (\Delta EBIT - \Delta I)(1 - T)/N = \Delta EBIT(1 - T)/N$$

Αρα η ποσοστιαία μεταβολή των κερδών προς την διάθεση ανά μετοχή είναι

$$\Delta EPS/EPS = (\Delta EBIT(1 - T)/N)/((EBIT - I)(1 - T)) = \Delta EBIT/EBIT - I$$

Οπότε ο βαθμός χρηματοοικονομικής μόχλευσης βρίσκεται από τον τύπο:

$$DFL = (\Delta EPS/EPS)/(\Delta EBIT/EBIT) = (\Delta EBIT/EBIT - I)/(\Delta EBIT/EBIT) = EBIT/EBIT - I$$

Επίσης

$$DFL = ((P - V) * Q - F) / ((P - V) * Q - F - I)$$

Από τα παραπάνω γίνεται φανερό ότι οδó μεγαλύτερες είναι οι χρηματοοικονομικές δαπάνες (δηλαδή το I), τόσο μεγαλύτερος είναι ο βαθμός χρηματοοικονομικής μόχλευσης και επομένως τόσο μεγαλύτερη είναι και η μεταβολή στα κέρδη ανά μετοχή.

Η χρηματοοικονομική μόχλευση αρχίζει εκεί όπου σταματά η λειτουργική μόχλευση, μεγεθύνοντας ακόμα περισσότερο τις εκπτώσεις που προκαλούν στα κέρδη ανά μετοχή οι μεταβολές στις πωλήσεις. Για τον λόγο αυτό, η λειτουργική μόχλευση αναφέρεται μερικές φορές ως μόχλευση πρώτου βαθμού και η χρηματοοικονομική μόχλευση ως μόχλευση δευτέρου βαθμού.

Στο σημείο αυτό θα πρέπει να υπενθυμίσουμε ότι η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων μιας επιχείρησης εξαρτάται από δυο κυρίως παράγοντες, την απόδοση

του ενεργητικού και τον πολλαπλασιαστή μόχλευσης ή πολλαπλασιαστή ιδίων κεφαλαίων. Εφαρμόζοντας εξίσωση Du Pont, αυτό μπορεί να παρουσιάσει και ως εξής:

$$ROE = \text{Καθαρά Κέρδη} / \text{Ίδια Κεφάλαια} = \dots\dots\%$$

ROE= Καθαρά Κέρδη/ Σύνολο Ενεργητικού * Σύνολο Ενεργητικού/ Ίδια Κεφάλαια

$$ROE = ROA * \text{Πολλαπλασιαστής Μόχλευσης}$$

$$ROE = \frac{\text{ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ}}{\text{ΠΩΛΗΣΗ}} * \frac{\text{ΠΩΛΗΣΗ}}{\text{ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ}}$$

Πολλαπλασιαστής Μόχλευσης

$$ROE = \text{Περιθώριο Καθαρού Κέρδους} * \text{Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού}$$

Πολλαπλασιαστής Μόχλευσης

Από τα παραπάνω γίνεται φανερό ότι μια επιχείρηση μπορεί να αυξήσει την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων της, είτε αυξάνοντας την απόδοση του ενεργητικού της είτε αυξάνοντας τον πολλαπλασιαστή μόχλευσης που χρησιμοποιεί. Είναι, φυσικά, περιττό να αναφερθεί ότι η ταυτόχρονη αύξηση της απόδοσης του ενεργητικού και του πολλαπλασιαστή μόχλευσης θα επιφέρει ακόμη μεγαλύτερη αύξηση στην

απόδοση ιδίων κεφαλαίων. Ο πολλαπλασιαστής μόχλευσης επηρεάζει την απόδοση ιδίων κεφαλαίων μιας επιχείρησης και συγχρόνως αποτελεί και ένα μετρό του χρηματοοικονομικού κίνδυνου στον οποίο είναι εκτεθειμένη η επιχείρηση, καθώς αντανακλά το μέγεθος της μείωσης την οποία μπορεί να υποστεί το ενεργητικό της επιχείρησης προτού αυτή γίνει αφερέγγυα. Από την παραπάνω ανάλυση γίνεται φανερό ότι ένας υψηλός πολλαπλασιαστής μόχλευσης αυξάνει την απόδοση ιδίων κεφαλαίων μιας επιχείρησης όταν υπάρχει θετική απόδοση ενεργητικού, αλλά συγχρόνως σηματοδοτεί και ανάληψη υψηλού χρηματοοικονομικού κίνδυνου.

Οι επιχειρήσεις που ανήκουν σε ορισμένους κλάδους (όπως, για παράδειγμα, ο τραπεζικός κλάδος) έχουν συνήθως χαμηλότερη απόδοση ενεργητικού από ότι οι επιχειρήσεις άλλων κλάδων. Οι επιχειρήσεις αυτές χρησιμοποιούν μεγάλη χρηματοοικονομική μόχλευση, έτσι ώστε να είναι σε θέση να προσφέρουν στους μέτοχους τους απόδοση ιδίων κεφαλαίων η οποία να κυμαίνεται σε επίπεδα ανάλογα των άλλων επιχειρήσεων. Όταν όμως χρησιμοποιείται μεγάλη χρηματοοικονομική μόχλευση στις δραστηριότητες μιας επιχείρησης, τότε διαφορές μεταβολές στα καθαρά λειτουργικά της κέρδη επιφέρουν μεγαλύτερες μεταβολές στα κέρδη προς διάθεση ανά μετοχή και επομένως στην απόδοση των ιδίων κεφαλαίων. Εάν θεωρήσουμε την αύξηση αυτή της μεταβλητότητας της απόδοσης την οποία απολαμβάνουν οι ιδιοκτήτες ΤΕΕ επιχείρησης ως μια έκφραση του χρηματοοικονομικού της κίνδυνου, τότε γίνεται φανερός ο λόγος που η χρηματοοικονομική μόχλευση θεωρείται ως δίκωπο μαχαίρι. Η χρηματοοικονομική μόχλευση αυξάνει την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων μιας επιχείρησης, αλλά αυξάνει και τον χρηματοοικονομικό κίνδυνο στον οποίο είναι εκτεθειμένη η επιχείρηση και συνεπώς οι μέτοχοι της. Γενικά, πάντως, επιχειρήσεις με ιδιαίτερα προβλέψιμες και σταθερές ταμειακές ροές μπορούν να χρησιμοποιούν περισσότερη χρηματοοικονομική μόχλευση, από ότι επιχειρήσεις οι οποίες αντιμετωπίζουν υψηλό βαθμό αβεβαιότητας.

2.4.2 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ

Χρηματοοικονομικός κίνδυνος λέγεται ο πρόσθετος κίνδυνος τον οποίο αναλαμβάνουν οι μέτοχοι μιας επιχείρησης, λόγω της απόφασης της επιχείρησης να χρηματοδοτηθεί με δανειακά κεφάλαια. Ειδικότερα, χρηματοοικονομικός κίνδυνος είναι η μεταβλητότητα των δυνητικών κερδών προς διάθεση ανά μετοχή, λόγω της χρησιμοποίησης δανειακών κεφαλαίων.

Αρχικά οι μέτοχοι μιας επιχείρησης αντιμετωπίζουν τον επιχειρηματικό κίνδυνο, ο οποίος υπάρχει στις δραστηριότητες της επιχείρησης και ο οποίος ορίζεται ως η αβεβαιότητα των προβλεπόμενων αποδόσεων του επενδυμένου κεφαλαίου. Εάν η επιχείρηση χρησιμοποιεί και δανειακά κεφάλαια, τότε όλος ο επιχειρηματικός αυτός κίνδυνος επιβαρύνει μονό τους κοινούς μέτοχους της επιχείρησης. αυτή η συγκέντρωση όλου του επιχειρηματικού κίνδυνου στους κοινούς μέτοχους της

επιχείρησης συμβαίνει διότι οι δανειστές της δεν αναλαμβάνουν κανένα επιχειρηματικό κίνδυνο. Γενικά η χρήση δανειακών κεφαλαίων αυξάνει την μεταβλητότητα των κερδών προ φορών (άλλα μετά τόκων) και επομένως αυξάνει την αβεβαιότητα των καθαρών εσόδων καθώς επίσης και των κερδών προς διάθεση ανά μετοχή. Οπότε, θα μπορούσαμε να υποστηρίξουμε ότι ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος είναι η μεταβλητότητα των δυνητικών κερδών προς διάθεση ανά μετοχή, λήγω της χρησιμοποίησης δανειακών κεφαλαίων. Ο κίνδυνος αυτός οφείλεται στη χρησιμοποίηση χρηματοοικονομικής μόχλευσης. Κατά συνέπεια, αύξηση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης συνεπάγεται αύξηση του χρηματοοικονομικού κινδύνου.

2.4.4 ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΗ ΜΟΧΛΕΥΣΗ

Εάν ένα μεγάλο ποσοστό του συνολικού κόστους μιας επιχείρησης είναι σταθερό, τότε η επιχείρηση λέγεται ότι έχει ένα υψηλό βαθμό λειτουργικής μόχλευσης. Τι είναι όμως λειτουργική μόχλευση; Στην φυσική, μόχλευση σημαίνει την χρησιμοποίηση ενός μοχλού για την ανύψωση ενός βάρους με λίγη δύναμη. Στα οικονομικά, ένας μεγάλος βαθμός λειτουργικής μόχλευσης σημαίνει ότι, όταν όλα τα άλλα παραμένουν σταθερά, μια σχετικά μικρή μεταβολή των πωλήσεων έχει ως αποτέλεσμα μια μεγάλη μεταβολή στα καθαρά λειτουργικά κέρδη, δηλαδή στα κέρδη πριν από τόκους και φόρους (EBITΑ). Ειδικότερα, λειτουργική μόχλευση λέγεται η αντικατάσταση μεθόδων παράγωγης μεταβλητού κόστους, με σκοπό διαφορές μεταβολές στις πώλησης να οδηγούν σε μεγαλύτερες μεταβολές στα καθαρά λειτουργικά κέρδη μιας επιχείρησης. Στην περίπτωση κατά την οποία μια επιχείρηση χρησιμοποιεί μεγάλη λειτουργική μόχλευση, χρειάζονται περισσότερες πώλησης έτσι ώστε να αυξηθούν τα έσοδα για να καλυφθούν τα υψηλά σταθερά κόστη. Από την στιγμή όμως που έχει επιτευχθεί το νεκρό σημείο της επιχείρησης, τότε σε κάθε πρόσθετη αύξηση των πωλήσεων τα κέρδη αυξάνονται με μεγαλύτερο ρυθμό από ότι στην περίπτωση που η επιχείρηση είχε λιγότερα σταθερά κόστη. Από τα παραπάνω γίνεται φανερό ότι μια ποσοστιαία μεταβολή στις πωλήσεις επιφέρει μια ποσοστιαία μεταβολή στα καθαρά λειτουργικά κέρδη, η οποία εξαρτάται από το μέγεθος των στοιχείων σταθερού κόστους που έχει η επιχείρηση. Όσο περισσότερα στοιχεία σταθερού κόστους έχει μια εταιρία, τόσο μεγαλύτερη είναι και η μεταβολή στα καθαρά λειτουργικά της κέρδη.

Σε μεγάλο βαθμό η χρησιμοποίηση λειτουργικής μόχλευσης καθορίζεται από την τεχνολογία. Εταιρίες τηλεπικοινωνιών, ηλεκτρισμού, ύδρευσης, χημικές εταιρίες, χαλυβουργίες και διυλιστήρια αποτελούν παραδείγματα επιχειρήσεων οι οποίες είναι υποχρεωμένες από το είδος της δραστηριότητας τους να χρησιμοποιούν μεγάλο βαθμό λειτουργικής μόχλευσης. Από την άλλη πλευρά εταιρίες εμπορίας τροφίμων και ποτών, εμπορίας ενδυμάτων, διαφημιστικές, ταξιδιών και τουρισμού

αποτελούν παραδείγματα επιχειρήσεων οι οποίες είναι υποχρεωμένες από το είδος της δραστηριότητας τους να χρησιμοποιούν μικρό βαθμό λειτουργικής μόχλευσης. Παρόλο, όμως, που το είδος του κλάδου στον όποιο δραστηριοποιούνται οι επιχειρήσεις, παίζει ιδιαίτερα σημαντικό ρολό στο βαθμό λειτουργικής μόχλευσης που χρησιμοποιούν, όλες οι επιχειρήσεις έχουν την δυνατότητα να ελέγξουν – την λειτουργική μόχλευση που χρησιμοποιούν. Λαμβάνοντας αποφάσεις που σχετίζονται κυρίως τον προϋπολογισμό επενδύσεων κεφαλαίου τους, οι επιχειρήσεις μπορούν να αυξομειώσουν την λειτουργική τους μόχλευση. Επηρεάζει όμως η λειτουργική μόχλευση που χρησιμοποιεί μια επιχείρηση τον επιχειρηματικό της κίνδυνο; Διατηρούμενων όλων των άλλων παραγόντων σταθερών, όσο μεγαλύτερη είναι η λειτουργική μόχλευση που χρησιμοποιεί μια επιχείρηση, τόσο μεγαλύτερος είναι ο επιχειρηματικός κίνδυνος στον όποιο είναι εκτεθειμένη.

ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ

Έστω ότι η επιχείρηση ΑΒΓ εξετάζει δυο εναλλακτικά επιχειρηματικά σχέδια, το Α και το Β. τα δυο σχέδια διαφέρουν ως προς την χρησιμοποίηση αυτοματοποιημένων ή ειμή μηχανημάτων και επομένως το ένα είναι μάλλον εντάσεως κεφαλαίου ενώ το

άλλο εντάσεως εργασίας. Ειδικότερα, το Α το απαιτεί την χρησιμοποίηση σχετικά μικρού σταθερού κόστους, ύψους 200000 ευρώ, εν τω μεταβλητό κόστος που απαιτεί είναι σχετικά μεγάλο και ανέρχεται σε 15 ευρώ ανά μονάδα προϊόντος. Αντιθέτως το Β απαιτεί την χρησιμοποίηση σχετικά μεγάλου σταθερού κόστους, ύψους 800000 ευρώ, ενώ το μεταβλητό κόστος που απαιτεί είναι σχετικά μικρό και ανέρχεται στα 10 ευρώ ανά μονάδα προϊόντος. Η επιχείρηση παράγει ένα προϊόν το όποιο πωλεί προς 20 ευρώ. Ζητείται: Να βρεθεί το νεκρό σημείο της ΑΒΓ σε μονάδες προϊόντος που αντιστοιχεί στα δυο επιχειρηματικά σχέδια, καθώς επίσης και το συνολικό κόστος σε επίπεδο παράγωγης 160000 μονάδων.

ΑΠΑΝΤΗΣΗ:

$$QBA = F/P - V = 200000/20 - 15 = 40000 \text{ μονάδες}$$

$$QBB = F/P - V = 800000/20 - 10 = 80000 \text{ μονάδες}$$

Άρα για να καλύψει η επιχείρηση ΑΒΓ μόνο τα σταθερά της έξοδα στην περίπτωση του σχεδίου Α θα πρέπει να πραγματοποιεί παράγωγη 40000 μονάδων την όποια και να πωλεί εξολοκλήρου. Στην περίπτωση του σχεδίου Β η επιχείρηση θα πρέπει να πραγματοποιεί παράγωγη 80000 μονάδων την όποια και να πωλεί εξολοκλήρου. Για επίπεδο παράγωγης 160000 μονάδων, η επιχείρηση ΑΒΓ θα έχει συνολικό κόστος:

$$TCA = 200000 + (15 \cdot 160000) = 2600000 \text{ ευρώ}$$

$$TCB = 800000 + (10 \cdot 160000) = 2400000 \text{ ευρώ}$$

Οπότε το συνολικό κόστος ανά μονάδα προϊόντος θα είναι:

$$TCA/Q = 2600000/160000 = 16,25 \text{ ευρώ}$$

$$TCB/Q = 2400000/160000 = 15 \text{ ευρώ}$$

Από τα παραπάνω γίνεται φανερό ότι εάν η επιχείρηση ΑΒΓ αναμένει η παράγωγη της είναι 160000 μονάδες και εφαρμόσει το επιχειρηματικό σχέδιο Β, μπορεί να μειώσει την τιμή που πουλά το προϊόν της από 20 σε 16 ευρώ (δηλαδή σε επίπεδο ζημιογόνο με το σχέδιο Α) και να εξακολουθεί να είναι κερδοφόρος. Τα ανωτέρω μπορούν να παρασταθούν και γραφικά.

2.4.5 ΣΥΝΔΥΑΣΜΕΝΗ ΜΟΧΛΕΥΣΗ

Στις προηγούμενες ενότητες είδαμε ότι μια μεταβολή στις πωλήσεις επιφέρει μια μεταβολή στα καθαρά λειτουργικά κέρδη, η όποια μεγεθύνεται ανάλογα με τον βαθμό λειτουργικής μόχλευσης που χρησιμοποιεί η επιχείρηση. Επιπλέον, μια μεταβολή στα καθαρά λειτουργικά κέρδη επιφέρει μια μεταβολή στα κέρδη προς διάθεση ανά μετοχή, η όποια μεγεθύνεται ανάλογα με τον βαθμό χρηματοοικονομικής μόχλευσης που χρησιμοποιεί σημαντική λειτουργική και χρηματοοικονομική μόχλευση, τότε ακόμη και μια μικρή μεταβολή στις πωλήσεις θα οδηγήσει σε μεγάλες μεταβολές στα κέρδη προς διάθεση ανά μετοχή. Άρα, η εξίσωση που μας δίνει την λειτουργική μόχλευση μπορεί να συνδυαστεί με την εξίσωση που μας δίνει την χρηματοοικονομική μόχλευση και να παραχθεί μια εξίσωση που θα μας δώσει την συνολική ή συνδυασμένη μόχλευση. Η συνδυασμένη μόχλευση την όποια χρησιμοποιεί μια επιχείρηση μετριέται με τον βαθμό συνολικής ή συνδυασμένης μόχλευσης είναι ο λόγος της ποσοστιαίας μεταβολής των κερδών προς διάθεση ανά μετοχή προς τη ποσοστιαία μεταβολή του αριθμού των μονάδων προϊόντος που πουλήθηκαν, δηλαδή:

$$DCL = (\Delta EPS/ EPS) / (\Delta Q/Q) = \dots \text{ φορές}$$

Η σχέση αυτή προκύπτει από τον πολλαπλασιασμό της σχέσης που μας δίνει το βαθμό λειτουργικής μόχλευσης με την σχέση που μας δίνει το βαθμό χρηματοοικονομικής μόχλευσης.

Για γραμμικό νεκρό σημείο έχει αναπτυχτεί μια σχέση η όποια δίνει τον βαθμό συνδυασμένης μόχλευσης σε οποιοδήποτε επίπεδο παράγωγης Q και χρηματοοικονομικών δαπανών I (που είναι όσες με το γινόμενο επιτόκιο επί δανειακά κεφάλαια). Δηλαδή, εάν λάβουμε υπόψη ότι

$$DOL = ((P - V) * Q) / ((P - V) * Q - F) \quad \text{και} \quad DEL = ((P - V) * Q - F) / ((P - V) * Q - F - I)$$

Ο βαθμός συνδυασμένης μόχλευσης βρίσκεται από τον τύπο:

$$DCL = DOL * DFL =>$$

$$DCL = ((P - V) * Q) / ((P - V) * Q - F) * ((P - V) * Q - F) / ((P - V) * Q - F - I) =>$$

$$DCL = ((P - V) * Q) / ((P - V) * Q - F - I)$$

Από τα παραπάνω γίνεται φανερό ότι ένας συγκεκριμένος βαθμός συνδυασμένης μόχλευσης μπορεί να επιτευχτεί με διάφορους συνδυασμούς λειτουργικής και χρηματοοικονομικής μόχλευσης. Άρα οι επιχειρήσεις μπορούν να αντισταθμίσουν την λειτουργική με τη χρηματοοικονομική μόχλευση. Γενικά, εάν μια επιχείρηση έχει προσδιορίσει τον βαθμό συνδυασμένης μόχλευσης που επιθυμεί, τότε η επιχείρηση αυτή μπορεί να αυξομειώσει τον βαθμό χρηματοοικονομικής της μόχλευσης για να επιτύχει τον επιδιωκόμενο βαθμό συνδυασμένης μόχλευσης (υποθέτοντας φυσικά ότι ο βαθμός λειτουργικής της μόχλευσης δεν είναι εύκολο να μεταβληθεί – τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα).

ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ

Έστω μια επιχείρηση ΑΒΓ, η όποια παράγει ένα προϊόν το όποιο πουλά προς 20 ευρώ το τεμάχιο, ενώ πουλά 160000 μονάδες προϊόντος. Η ΑΒΓ χρησιμοποιεί σταθερό κόστος, ύψους 800000 ευρώ, το μεταβλητό της κόστος ανέρχεται σε 10 ευρώ ανά μονάδα προϊόντος και επομένως τα κέρδη της προ φορών και τόκων ανέρχεται σε 800000 ευρώ. Το επενδυμένο κεφάλαιο της ΑΒΓ ανέρχεται σε 2000000 ευρώ

και ο φορολογικός της συντελεστής είναι 35%. Εάν δανειστεί κεφάλαια, το επιτόκιο δανεισμού της ανέρχεται σε 10%. Ζητείται ποιος είναι ο βαθμός συνδυασμένης μόχλευσης της ΑΒΓ εάν χρησιμοποιεί 50% δανειακά κεφάλαια;

ΑΠΑΝΤΗΣΗ

$$DCL = ((P - V) * Q) / ((P - V) * Q - F - I) \Rightarrow$$

$$DCL = ((20 - 10) * 160000) / ((20 - 10) * 160000 - 800000 - (10 * 1000000)) = 2,2857$$

φόρες

Κατά συνέπεια, μια αύξηση κατά 100% στις πώλησης θα επιφέρει μια αύξηση κατά 228,57% στα κέρδη ανά μετοχή.

Ο βαθμός συνδυασμένης μόχλευσης μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να βρεθούν τα νέα κέρδη προς διάθεση ανά μετοχή για κάθε δεδομένη ποσοστιαία αύξηση των πωλήσεων την επιχείρησης. Αυτό μπορεί να γίνει με την χρησιμοποίηση της παρακάτω σχέσης:

$$EPS1 = EPS0 + EPS0[(DCL) * (\% \Delta ΠΩΛΗΣΕΙΣ)]$$

Ή

$$EPS1 = EPS0\{1,00 + [(DCL) * (\% \Delta ΠΩΛΗΣΕΙΣ)]\}$$

ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ

Έστω μια επιχείρηση ΑΒΓ, η οποία παράγει ένα προϊόν το οποίο πουλά προς 20 ευρώ το τεμάχιο, ενώ πουλά 160000 μονάδες προϊόντος. Η ΑΒΓ χρησιμοποιεί σταθερό κόστος, ύψους 800000 ευρώ, το μεταβλητό της κόστος ανέρχεται σε 10 ευρώ ανά μονάδα προϊόντος και επομένως τα κέρδη της προ φορών και τόκων ανέρχεται σε 800000 ευρώ. Το επενδυμένο κεφάλαιο της ΑΒΓ ανέρχεται σε 2000000 ευρώ

και ο φορολογικός της συντελεστής είναι 35%. Εάν δανειστεί κεφάλαια, το επιτόκιο δανεισμού της ανέρχεται σε 10%. Ζητείται εάν αυξηθούν οι πωλήσεις της κατά 50% δηλαδή από 160000 σε 240000 μονάδες, να βρεθούν τα νέα κέρδη προς διάθεση ανά μετοχή χρησιμοποιώντας τον βαθμό συνδυασμένης μόχλευσης.

ΑΠΑΝΤΗΣΗ

$$EPS1 = EPS0 \{ 1,00 + [(DCL) * (\% \Delta Π Ω Λ Η Σ Ε Ι Σ)] \}$$

$$EPS1 = 9,1 \{ 1,00 + [(2,2857) * (0,50)] \}$$

Άρα τα νέα κέρδη προς διάθεση ανά μετοχή είναι 19,5 ευρώ.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

3.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η μελέτη αποτίμησης προσδιορίζει την αξία μιας επιχείρησης, μέσω επιστημονικών μεθόδων. Σήμερα, υπάρχουν δέκα μέθοδοι αποτίμησης περίπου, από τις οποίες επιλέγονται κάθε φορά οι καταλληλότερες ανάλογα με τα χαρακτηριστικά της αποτιμώμενης επιχείρησης. Δηλαδή, διαφορετική μέθοδος θα πρέπει να εφαρμοστεί για μία εταιρεία που είναι κερδοφόρος και διαφορετική για εταιρεία η οποία πραγματοποιεί ζημίες. Σημειώνεται ότι θα πρέπει να λαμβάνονται

υπόψη κατά την αποτίμηση ο κλάδος και οι προοπτικές του. Κατά τη γνώμη μου, οι μέθοδοι αποτίμησης οι οποίες θα χρησιμοποιηθούν για να προσδιοριστεί η αξία μιας εταιρείας θα πρέπει να είναι περισσότερες από μία: ενδεχομένως 2, 3, ή και 4 ανάλογα με την περίπτωση. Η χρήση εναλλακτικών μεθόδων αποτίμησης μας οδηγεί σε περισσότερο ασφαλή συμπεράσματα. Ωστόσο, οι διαφορετικές μέθοδοι θα μας δώσουν διαφορετικά αποτελέσματα για την αξία της ίδιας εταιρείας. Επομένως, είναι απίθανο να υπάρξει μια αποτίμηση που θα είναι «ιδανική». Εξάλλου, σύμφωνα και με τον Damodaran, η αποτίμηση αποτελεί συγκερασμό επιστήμης και τέχνης. Το τμήμα που είναι επιστήμη αφορά τη μηχανική της αποτίμησης, δηλαδή συγκεκριμένες μεθοδολογίες, εργαλεία, κ.λπ., ενώ το τμήμα που είναι τέχνη, απαιτεί να αξιοποιηθούν όλα τα ποιοτικά και ποσοτικά δεδομένα, ώστε να κάνεις προβλέψεις για το μέλλον. Για τους παραπάνω λόγους χρησιμοποιούμε διαφορετικές μεθόδους αποτίμησης, οι οποίες μας προσδιορίζουν ένα εύρος τιμών εντός του οποίου θα μπορούσε να βρεθεί μία τιμή για να υποστηριχθεί μία συναλλαγή.

Επίσης, υπάρχουν μέθοδοι πέραν αυτών που στηρίζονται σε χρηματοοικονομικά δεδομένα, που αποτιμούν το brand name ενός προϊόντος ή μιας εταιρικής επωνυμίας. Σκεφθείτε ότι, σε αρκετές περιπτώσεις η αξία μιας επιχείρησης που προσεγγίζεται βάσει χρηματοοικονομικών δεδομένων είναι μικρότερη από την αξία του brand name του προϊόντος ή της επωνυμίας μιας επιχείρησης.

Σήμερα, στην πλειονότητα τους και ανάλογα πάντα με τα χαρακτηριστικά και τα χρηματοοικονομικά δεδομένα των επιχειρήσεων χρησιμοποιούνται κυρίως: η μέθοδος των προεξοφλημένων ταμειακών ροών (discounted cash flows-DCF), η μέθοδος της καθαρής περιουσιακής θέσης και η μέθοδος της υπερπροσόδου των τελευταίων ή των επομένων 5 ετών. Εκτός αυτών χρησιμοποιούνται και άλλες μέθοδοι, δευτερεύουσας σημασίας, όπως η EVA (Economic Value Added - μέθοδος προστιθέμενης οικονομικής αξίας) και η συγκριτική ανάλυση. Ένας ακόμα κίνδυνος που θα πρέπει να προσεχθεί, όσον αφορά τις αποκρατικοποιήσεις, είναι η πίεση του χρόνου, η οποία σε συνδυασμό με την τρέχουσα οικονομική κρίση διαμορφώνουν τις αξίες των επιχειρήσεων σε επίπεδα κάτω από την πραγματική μακροπρόθεσμη αξία τους. Αρά, αυτό που πρέπει να διαπραγματευτούμε είναι περισσότερος χρόνος υλοποίησης με συγκεκριμένο σχέδιο δράσης.

3.2 ΜΕΘΟΔΟΙ ΠΟΥ ΒΑΣΙΖΟΝΤΑΙ ΣΕ ΛΟΓΙΣΤΙΚΑ ΔΕΔΟΜΕΝΑ

Πρόκειται για παραδοσιακές μεθόδους αποτίμησης εταιριών, οι οποίες θεωρούν ότι η αξία μιας επιχείρησης αντικατοπτρίζεται στον ισολογισμό. Βάσει των μεθόδων αυτών ο προσδιορισμός της αξίας μιας επιχείρησης στηρίζεται στην εκτίμηση της αξίας των πάγιων περιουσιακών στοιχείων .

Βασικό μειονέκτημα αυτών των μεθόδων αποτίμησης είναι ότι οι υπολογισμοί στηρίζονται σε μια δεδομένη χρονική στιγμή ή αλλιώς σε ένα στιγμιότυπο της εταιρίας. Αυτό σημαίνει ότι η πρόβλεψη της μελλοντικής εξέλιξης της εταιρίας ή η διαχρονική αξία του χρήματος δεν υπεισέρχονται στους υπολογισμούς. Επιπλέον οι μέθοδοι αυτοί δεν λαμβάνουν ειπούν τους άλλους παράγοντες οι όποιοι δεν αποτυπώνονται στις οικονομικές της καταστάσεις, ασκούν όμως σημαντική επίδραση

στην αξία της όπως η τρέχουσα κατάσταση του κλάδου οι διαθέσιμοι ανθρωπικοί πόροι πιθανά οργανώσιμα προβλήματα.

Ορισμένες από τις μεθόδους αυτές είναι :

- I. Λογιστική αξία
- II. Αναπροσαρμοσμένη λογιστική αξία
- III. Αξία ρευστοποίησης
- IV. Αξία αντικατάστασης

3.2.1 ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ

Η μέθοδος της λογιστικής αξίας αποτελεί μια από τις πλέον χρησιμοποιημένες μεθόδους αποτίμησης. Σύμφωνα με την μέθοδο αυτή η αξία μιας επιχείρησης ισούται με το σύνολο των ίδιων κεφαλαίων και αποθεμάτων που εμφανίζονται στον ισολογισμό της. Από την άλλη πλευρά η αξία των συνολικών ίδιων κεφαλαίων μπορεί να υπολογιστεί αφαιρώντας από το σύνολο του ενεργητικού το σύνολο των υποχρεώσεων που εμφανίζονται στο σκέλος του παθητικού.

Ας θεωρήσουμε για παράδειγμα την περίπτωση μιας παθητικής επιχείρησης Α της οποίας ο ισολογισμός απεικονίζεται στον παρακάτω πίνακα

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ		ΠΑΘΗΤΙΚΟ	
ΠΑΓΙΑ	150€	ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	130€
ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ	50€	ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	40€
ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΕΙΣΠΡΑΚΤΕΟΙ	20€	ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	10€
ΤΑΜΕΙΑΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ	10€	ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΠΛΗΡΩΤΕΟΙ	50€
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	230€	ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	230€

Πίνακας 1

Είναι προφανές ότι η αξία των ίδιων κεφαλαίων μπορεί να υπολογιστεί αν από το σύνολο του ενεργητικού αφαιρεθεί το σύνολο των υποχρεώσεων (δηλαδή $230-40-10-50=130$)

Ο προσδιορισμό της αξίας μια εταιρίας με την μέθοδο της λογιστικής αξίας εμφανίζει σημαντικά μειονεκτήματα. Καταρχήν η μέθοδος στηρίζεται σε ιστορικά δεδομένα και αγνοεί το παράγοντα μέλλον και κίνδυνο. Επιπλέον υπόκειται στις ατέλειες που εμφανίζουν τα στοιχεία των λογιστικών καταστάσεων τα οποία συνήθως είναι ελαττωματικά ενώ παράλληλα είναι σχετικά εύκολο να παραποιηθούν. Κύρια συνέπεια του γεγονότος αυτού είναι ότι στο σύνολο σχεδόν των περιπτώσεων η λογιστική αξία δεν συμπίπτει με την αγοραία αξία της επιχείρησης.

3.2.2 ΑΝΑΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ

Η συγκεκριμένη μέθοδος χρησιμοποιείται κυρίως για την αποτίμηση εισηγμένων επιχειρήσεων. Η αξία της επιχείρησης εξάγεται και εδώ μέσω του ιστορικού κόστους των συνολικών ίδιων κεφαλαίων της τελευταίας διαθέσιμης οικονομικού περιόδου τα οποία όμως αναμορφώνονται σύμφωνα με τις παρατηρήσεις των ορκωτών λογιστών όπως για παράδειγμα η αφαίρεση ενδεχομένων αρνητικών υπεραξιών προβλέψεων για επισφαλείς απαιτήσεις και αμφισβητούμενων οφειλών της εταιρίας. Η αποτίμηση της αξίας της εταιρίας με την μέθοδο της αναπροσαρμοσμένης λογιστικής αξίας δεν λαμβάνει καθόλου τα άυλα στοιχεία της εταιρίας όπως το όνομα της εταιρίας στην αγορά, η δυνατότητα της εταιρίας να δημιουργεί μελλοντικά κέρδη το δίκτυο πωλήσεων κα.

Θα μπορούσαμε να πούμε ότι η μέθοδος της προσαρμοσμένης λογιστικής αξίας προσπαθεί να ξεπεράσει τις ατέλειες των υπολογισμών που βασίζονται στα δεδομένα των λογιστικών καταστάσεων και να δώσει μια πιο ικανοποιητική προσέγγιση της πραγματικής αξίας της επιχείρησης. η προσαρμογή των οικονομικών στοιχείων του ισολογισμού αφορά κυρίως την αποτύπωση των στοιχείων αυτών στην αγοραία τους αξία. Κατ' επέκταση και η αξία των συνολικών ίδιων κεφαλαίων που υπολογίζεται είναι εξίσου προσαρμοσμένη στην αξία της αγοράς.

Σε συνέχεια του προηγούμενου παραδείγματος, έστω ότι προσπαθούμε να αναμορφώσουμε τα δεδομένα του πίνακα 1 κάνοντας τις παρακάτω προσαρμογές:

- I. Εισπρακτέοι λογαριασμοί διαμορφώνονται στα 15000 € μετά την αίρεση των 5000 € που αφορούν επισφαλείς απαιτήσεις

- II. Η αξία των αποθεμάτων, μετά την αφαίρεση των απαξιωμένων και ληγμένων προϊόντων και την αποτίμηση των υπολοίπων σε τρέχουσες άξιες, ανέρχεται σε 58000€
- III. Με βάση την έκθεση ειδικών εκτιμητών, η αναπροσαρμοσμένη αξία περιουσιακών στοιχείων ισούται με 180000€

Τέλος, η αξία των μακροπροθέσμων και βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της εταιρίας καθώς και των λογαριασμών πληρωτέων είναι αυτοί που εμφανίζονται στον ισολογισμό

Με βάση τα παραπάνω η αναμόρφωση του πίνακα 1 θα έχει ως εξής:

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ		ΠΑΘΗΤΙΚΟ	
ΠΑΓΙΑ	180€	ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	163€
ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ	58€	ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	40€
ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΕΙΣΠΡΑΚΤΕΟΙ	15€	ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	10€
ΤΑΜΕΙΑΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ	10€	ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΠΛΗΡΩΤΕΟΙ	50
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	263€	ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	263€

Πίνακας 2

Όπως μπορούμε να παρατηρήσουμε, η αναμορφωμένη λογιστική αξία των συνολικών ίδιων κεφαλαίων της επιχείρησης, μετά τις αναπροσαρμογές, ανέρχεται σε 163000 € δηλαδή υπερβαίνει την λογιστική αξία κατά 33000 €

3.2.3 ΑΞΙΑ ΡΕΥΣΤΟΠΟΙΗΣΗΣ

Ως αξία ρευστοποίησης μια επιχείρησης νοείται η αξία που η αγορά θα ήταν διαθεμένη να πληρώσει για τα περιουσιακά στοιχεία της, εάν αυτά πωλούνταν σήμερα. Με άλλα λόγια, η αξία ρευστοποίησης προκύπτει αν πουληθούν τα παγία στοιχεία της επιχείρησης και εξοφληθούν όλες της οι υποχρεώσεις .

Γενικά η μέθοδος αυτή μπορεί να χρησιμοποιηθεί σε εταιρίες που διαθέτουν παγία περιουσιακά στοιχεία σημαντικής αξίας, τα οποία είναι διακριτά και μπορούν να πουληθούν ξεχωριστά. Για παράδειγμα, ο προσδιορισμός της αξίας ρευστοποίησης μιας κτηματομεσιτικής εταιρίας είναι σχετικά εύκολος αφού τα περιούσια στοιχεία που διαθέτει μπορούν να πουληθούν ξεχωριστά, και η αξία τους είναι εύκολα υπολογίσιμη. Αντίθετα, ο προσδιορισμός ενός επώνυμο προϊόντος, πως η GILLETE, είναι εξαιρετικά δύσκολος. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι τα περιούσια στοιχεία που σχετίζονται με το προϊόν όχι μόνο είναι άυλα αλλά και δύσκολο να απομονωθούν, καθώς χρησιμοποιούνται με άλλα προϊόντα.

Η αξία ρευστοποίησης υπολογίζεται με την αφαίρεση από τα απρόσμενα συνολικά ίδια κεφάλαια των άμεσα ρευστοποιήσιμων. Στο παράδειγμα της υποθετικής επιχείρησης Α και βάση του πινάκα 2 αν υποτεθεί ότι η αξία αυτών των ρευστοποιήσιμων εξόδων ανέρχεται στα 50000 €, τότε η αξία της ρευστοποίησης των μετοχών της θα ισούται με 113000 € ($163000 - 50000 = 113000$)

Παρά το γεγονός η χρησιμότητα της μεθόδου αυτής είναι περιορισμένη σε περιπτώσεις όπως η εξαγορά μιας επιχείρησης με σκοπό την ρευστοποίηση σε μεταγενέστερο χρόνο ή σε περίπτωση που η εταιρία είναι ζημιογόνος, χωρίς μελλοντική προοπτική και βαίνει σε εκκαθάριση, η αξία ρευστοποίησης εκφράζει την ελάχιστη αξία της επιχείρησης. και αυτό γιατί, όπως έχει καταδειχτεί από έρευνες αναλυτών, η αξία μιας δρώσας επιχείρησης, η οποία συνεχίζει την δραστηριότητα της, υπερβαίνει πάντοτε την αξία ρευστοποίησης της.

3.2.4 ΑΞΙΑ ΑΝΤΙΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ

Η αξία αντικατάστασης αντιπροσωπεύει την επένδυση που απαιτείται για δημιουργία μιας επιχείρησης με ίδια χαρακτηριστικά και συνθήκες λειτουργίας όπως η εταιρία που πρόκειται να αποτιμηθεί. Με πιο άπλα λόγια, θα μπορούσαμε να πούμε ότι μέσω της μεθόδου αυτής γίνεται εκτίμηση του κόστους που απαιτείται προκείμενη να αντιγράψουν ή αντικατασταθούν τα παγία περιουσιακά στοιχεία που χρησιμοποιεί σήμερα η συγκεκριμένη επιχείρηση, εκτιμώντας όμως την τεχνολογική αξίωση. Είναι φανερό ότι η μέθοδος αντικατάστασης είναι αντίθετη εκείνης της αξίας ρευστοποίησης.

Ως γενική αρχή για τον υπολογισμό της αξίας αντικατάστασης ισχύει ότι τελευταία δεν θα πρέπει να περιλαμβάνει την αξία εκείνων των πάγιων στοιχείων τα οποία δεν έχουν ενεργή συμμετοχή στις λειτουργίες της επιχείρησης, όπως η αξία ενός ανεκμετάλλετου κτηριακού εξοπλισμού. Επιπρόσθετα ακόμα έχουν καθοριστεί τρεις τύποι αξίας αντικατάστασης:

- i. Μίκη Αξία Αντικατάστασης: πρόκειται για την αξία των πάγιων περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης, αποτιμημένα σε τρέχουσες τιμές. Στο παράδειγμα της επιχείρησης Α, η αξία αυτή ισούται με το σύνολο του ενεργητικού στον αναμορφωμένο ισολογισμό.
- ii. Καθαρή ή Διορθωμένη Αξία Αντικατάστασης: η καθαρή αξία αντικατάστασης προκύπτει αν αφαιρεθούν οι υποχρεώσεις της επιχείρησης από τη Μίκη αξία αντικατάστασης. Με άλλα λόγια πρόκειται για την αναπροσαρμοσμένη αξία των συνολικών ίδιων κεφαλαίων, η οποία στο πινάκα 2 ισούται με 163000€
- iii. Μειωμένη Μίκη Αξία Αντικατάστασης: πρόκειται για την Μίκη αξία αντικατάστασης αφαιρούμενης της αξίας των βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων της επιχείρησης από τρίτους. Στο παράδειγμα της εταιρίας Α, από τον πινάκα 2 προκύπτει ότι η αξία αυτή ισούται με το σύνολο του παθητικού μείον τις μακροπρόθεσμες και βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις, δηλαδή με 213000 (263000-40000-10000). Όπως φαίνεται και από τον πινάκα, τα πλεονάζοντα 5000 αφορούν τους λογαριασμούς πληρωτέους.

3.3 ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΩΝ ΠΟΛΛΑΠΛΑΣΙΑΣΤΩΝ

Σε αντιδιαστολή με τα προαναφερθέντα μοντέλα αποτίμησης, οι συγκεκριμένες μέθοδοι προσπαθούν να προσδιορίσουν την αξία μιας επιχείρησης στηριζόμενες στα στοιχεία της αγοράς. Πιο συγκεκριμένα, η αξία μιας εταιρείας καθορίζεται με βάση τον υπολογισμό κάποιων συγκεκριμένων αριθμοδεικτών που σχετίζονται, για παράδειγμα, με το μέγεθος των πωλήσεων, των κερδών κ.α. Η πιο σημαντική μέθοδος αποτίμησης της κατηγορίας αυτής είναι η μέθοδος των πολλαπλασιαστών (multiples).

Σκοπός του μοντέλου αυτού είναι η εκτίμηση της αξίας μιας εταιρείας ή της καθαρής της θέσης σύμφωνα με την τιμή παρόμοιων εταιρειών (comparable firms). Θα μπορούσαμε να πούμε ότι τα βασικά συστατικά αυτής της μεθόδου αποτίμησης είναι δύο: πρώτον, οι τιμές πρέπει να έχουν τυποποιηθεί, συνήθως με την μετατροπή τους σε πολλαπλασιαστές, όπως για παράδειγμα κερδών, λογιστικής αξίας ή πωλήσεων, και δεύτερον, η εύρεση ομοειδών εταιρειών του εσωτερικού ή του εξωτερικού, οι οποίες είναι εισηγμένες σε διάφορα χρηματιστήρια και οι οποίες είναι συγκρίσιμες με την επιχείρηση της οποίας την αξία θέλουμε να προσδιορίσουμε. Γίνεται αντιληπτό ότι σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, οι όποιες βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες προβλέψεις των εκτιμητών για την ανάπτυξη και την κερδοφορία αλλά και τις επιπτώσεις τους στην αξία των συγκρίσιμων επιχειρήσεων, στηρίζονται στην αγορά (market). Στη συνέχεια, η αποτίμηση γίνεται με βάση την υπόθεση ότι η αξία που προσδιορίστηκε για τις επιχειρήσεις αυτές μπορεί να εφαρμοστεί στην υπό εκτίμηση εταιρεία.

Η αποτίμηση μιας επιχείρησης βάσει των πολλαπλασιαστών είναι ευρέως χρησιμοποιούμενη μεταξύ των εκτιμητών. Οι περισσότερες αναλύσεις σχετικά με τις μετοχές καθώς και οι αποτιμήσεις που λαμβάνουν χώρα στην περίπτωση των εξαγορών βασίζονται σε ένα πολλαπλασιαστή, όπως για παράδειγμα $price-to-salesratio$ ή $value-to-EBITDA$, και σε ένα σύνολο συγκρίσιμων ομοειδών επιχειρήσεων. Ο κύριος λόγος που οι μέθοδοι αυτοί είναι τόσο δημοφιλείς είναι η απλότητά τους. Σε αντίθεση με άλλα μοντέλα αποτίμησης, όπως η μέθοδος της προεξόφλησης ταμιακών ροών, οι πολλαπλασιαστές δεν απαιτούν πολύπλοκες υποθέσεις και λεπτομερείς προβλέψεις με ορίζοντα πολλών ετών για μια ποικιλία παραμέτρων, συμπεριλαμβανομένων της ανάπτυξης της επιχείρησης, της κερδοφορίας της και του κόστους κεφαλαίου της. Επίσης, μια αποτίμηση βάσει πολλαπλασιαστών είναι πιο απλή στην κατανόησή της και ευκολότερη στην παρουσίαση της προς τους ενδιαφερόμενους συγκριτικά με άλλες μεθόδους. Ένα επιπλέον πλεονέκτημα των πολλαπλασιαστών είναι ότι έχουν μεγαλύτερη πιθανότητα να αντικατοπτρίζουν την τρέχουσα διάθεση της αγοράς, επειδή αποτελούν μια προσπάθεια μέτρησης της σχετικής αξίας (relative value) και όχι της εσωτερικής αξίας (intrinsic value) μιας επιχείρησης. Πολλοί αναλυτές υποστηρίζουν ότι η αξία που υπολογίζεται μέσω πολλαπλασιαστών προσεγγίζει περισσότερο την αγοραία τιμή (market price) συγκριτικά με εκείνη των προεξοφλητικών ταμιακών ροών.

Αυτό που πρέπει να τονιστεί ωστόσο είναι ότι, τα πλεονεκτήματα της μεθόδου αποτίμησης των πολλαπλασιαστών να αποτελούν την ίδια στιγμή και τα βασικά της μειονεκτήματα. Καταρχήν, η ευκολία των υπολογισμών μπορεί να οδηγήσει σε σημαντικές αποκλίσεις ως προς την αξία που προσδιορίζεται, καθώς υπάρχει ο κίνδυνος να μην ληφθούν υπόψη παράμετροι-κλειδιά όπως ο κίνδυνος ή ο ρυθμός ανάπτυξης της εταιρείας. Επιπλέον, το γεγονός ότι οι πολλαπλασιαστές αποτυπώνουν τις διαθέσεις της αγοράς απαιτεί ιδιαίτερη προσοχή καθώς η

προσδιοριζόμενη αξία μπορεί να είναι πολύ υψηλή στην περίπτωση που η αγορά υπερεκτιμά τις συγκρινόμενες επιχειρήσεις, ή πολύ χαμηλή στην αντίθετη περίπτωση. Τέλος, εξαιτίας της έλλειψης επαρκούς διαφάνειας ως προς τις υποθέσεις που λαμβάνονται υπόψη κατά τους υπολογισμούς, συχνά η μέθοδος των πολλαπλασιαστών είναι ύποπτη για αλλοιώσεις των αποτελεσμάτων (manipulation). Ο Damodaran (2002) υποστηρίζει ότι αυτό επιτρέπει σε ένα προκατειλημμένο εκτιμητή να επιλέξει τόσο τον πολλαπλασιαστή στον οποίο θα στηριχτεί η αποτίμηση όσο και τις συγκρίσιμες επιχειρήσεις έτσι ώστε να δικαιολογείται η οποιαδήποτε προσδιοριστεί αξία. Σε γενικές γραμμές, τα βήματα που ακολουθούνται για την αποτίμηση με τη χρήση των πολλαπλασιαστών είναι τα ακόλουθα:

- I. Επιλογή ενός μέτρου απόδοσης ή αξίας, όπως για παράδειγμα κέρδη (earnings), πωλήσεις, ταμιακές ροές, συνολικά ίδια κεφάλαια, κ.α. ως βάση για τον υπολογισμό του πολλαπλασιαστή.
- II. Υπολογισμός του αντίστοιχου πολλαπλασιαστή αξίας για συγκρίσιμες επιχειρήσεις με τη χρήση του μέτρου απόδοσης ή αξίας
- III. Εφαρμογή του πολλαπλασιαστή της συγκρίσιμης εταιρείας στο μέτρο απόδοσης ή αξίας της υπό ανάλυση επιχείρησης.

Παρά το γεγονός ότι η μέθοδος των πολλαπλασιαστών φαίνεται πολύ απλός και χωρίς ιδιαίτερες δυσκολίες στην εφαρμογή του, στην πράξη τα πράγματα διαφέρουν σημαντικά. Η αναγνώριση συγκρίσιμων επιχειρήσεων (comparable firms) είναι συχνά αρκετά δύσκολη. Εξίσου σημαντικό είναι το γεγονός ότι οι τιμές των πολλαπλασιαστών πολύ συχνά εμφανίζουν μεγάλη διασπορά, κάτι που αμφισβητεί την αξιοπιστία των αποτελεσμάτων. Επιπρόσθετα, η ερμηνεία των διαφορών που εμφανίζουν οι πολλαπλασιαστές μεταξύ των επιχειρήσεων αλλά και ο καθορισμός του κατά πόσο μπορεί να εφαρμοστεί ο πολλαπλασιαστής μιας άλλης εταιρείας στην υπό εξέταση επιχείρηση απαιτεί την πλήρη κατανόηση των παραγόντων που ορίζουν κάθε πολλαπλασιαστή. Για το λόγο αυτό, μια προσεκτικά σχεδιασμένη ανάλυση πολλαπλασιαστών μπορεί να παρέχει σημαντικές και αξιόλογες πληροφορίες σχετικά με την εταιρεία και τους ανταγωνιστές της. Ωστόσο, η μέθοδος των πολλαπλασιαστών αν εφαρμοστεί σε δεύτερο στάδιο μπορεί να είναι πολύ χρήσιμη κατά την αποτίμηση μιας επιχείρησης. Πιο συγκεκριμένα, έχοντας προσδιορίσει την αξία της επιχείρησης μέσω κάποιας άλλης μεθόδου, η σύγκριση με τους πολλαπλασιαστές ομοειδών επιχειρήσεων βοηθά σημαντικά στην αξιολόγηση της εκτιμώμενης αξίας καθώς και στην αναγνώριση των διαφορών μεταξύ της υπό αποτίμηση εταιρείας και των συγκρίσιμων με αυτήν εταιρειών.

Γίνεται αντιληπτό ότι τα οικονομικά μεγέθη στα οποία στηρίζεται ο προσδιορισμός των πολλαπλασιαστών εξαρτώνται από τις ίδιες μεταβλητές που παρουσιάστηκαν εκτενώς στην προηγούμενη ανάλυση των μεθόδων προεξόφλησης ταμιακών ροών (όπως: επιχειρηματικός κίνδυνος, απόδοση επί των ιδίων κεφαλαίων, ρυθμός ανάπτυξης της επιχείρησης, επενδυτικές ανάγκες, κεφαλαιακή διάρθρωση κ.α.). Αυτές οι μεταβλητές παίζουν σημαίνοντα ρόλο στην κατανόηση των διαφορών που παρουσιάζουν οι πολλαπλασιαστές μεταξύ των εταιρειών του ίδιου κλάδου, καθώς και στην αξιολόγηση της εκτιμώμενης αξίας της επιχείρησης με τη μέθοδο αυτή συγκριτικά με την αγορά.

Επομένως, κατά τη σύγκριση των πολλαπλασιαστών ομοειδών επιχειρήσεων, οι όποιες αποκλίσεις θα πρέπει να ελεγχθούν και να ζηγηθούν στη βάση των

διαφορών μεταξύ τους ως προς τον κίνδυνο, την ανάπτυξη και τις ταμιακές ροές, ακολουθώντας την ανάλυση των προεξοφλητικών ταμιακών ροών.

3.3.1 Βασική Μεθοδολογία Υπολογισμού Πολλαπλασιαστών

Η αποτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης με τη μέθοδο των πολλαπλασιαστών στηρίζεται απόλυτα σε μια αναλογική σχέση μεταξύ της αξίας (pit) μιας εταιρείας i για μια περίοδο t και ένα μέτρο αξίας (value driver— xit), όπως τα κέρδη (earnings), τα μερίσματα (dividends) ή οι λειτουργικές ταμιακές ροές (operating cash flows)

$$pit = \beta i * xit + eit$$

όπου : eit = σφάλμα αποτίμησης (pricing errors), και βi = πολλαπλασιαστής του κλάδου. Για τον προσδιορισμό του σφάλματος (eit) απαιτείται πρωταρχικώς η εκτίμηση του κλαδικού πολλαπλασιαστή (βi). Ο πολλαπλασιαστής αυτός υπολογίζεται βάσει τιμών και δεικτών για κάθε μια επιχείρηση του κλάδου και για συγκεκριμένη περίοδο ξεχωριστά, εξαιρώντας από τους υπολογισμούς την υπό εκτίμηση εταιρεία. Ο λόγος είναι ότι με τον τρόπο αυτό περιορίζονται πιθανά σφάλματα ή προκαταλήψεις οφειλόμενες στη συμμετοχή της εταιρείας-στόχου στον υπολογισμό του πολλαπλασιαστή στον οποίο θα στηριχθεί η εκτίμηση της αξίας της. Από τον πολλαπλασιασμό του εκτιμώμενου πολλαπλασιαστή του κλάδου (βit) με ένα μέτρο αξίας της εταιρείας-στόχου (multiples valuation) προκύπτει η εκτιμώμενη αξία της επιχείρησης ($vit = \beta it * xit$), ενώ η όποια διαφορά της με την τρέχουσα αξία (market value: pit) προσδιορίζει το σφάλμα αποτίμησης (valuation error: $eit = pit - vit$).

Η σύγκριση των σφαλμάτων αποτίμησης μεταξύ των εταιρειών του κλάδου για συγκεκριμένες χρονικές περιόδους γίνεται βάσει του δείκτη eit/pit (price-deflated valuation error), ο οποίος δίνεται από τη σχέση :

$$Eit/Pit = (Pit - Vit)/Pit = (Pit - \beta it \times Xit)/Pit$$

Προκειμένου να συγκριθούν δύο μέτρα αξίας, θα πρέπει υπολογιστούν όλοι οι δείκτες eit/pit αναφορικά με τα μέτρα αυτά για όλες τις επιχειρήσεις του κλάδου ανά περίοδο, και στη συνέχεια να εξεταστεί η διασπορά (dispersion) καθεμιάς κατανομής. Το μέτρο αξίας με τη μικρότερη διασπορά θεωρείται ότι είναι εκείνο που αποτυπώνει την καλύτερη απόδοση

Θα πρέπει να σημειωθεί ωστόσο ότι πολύ συχνά στην πράξη, οι αναλυτές αντί της διασποράς χρησιμοποιούν το μέσο όρο (average) ή τη διάμεσο (median) του

δείκτη της αξίας προς το επιλεγόμενο μέτρο αξίας(price-to-value driver) για τον προσδιορισμό του πολλαπλασιαστή του κλάδου(bit).

3.4 Η ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΩΝ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

Η μέθοδος των ελεύθερων ταμειακών ροών απαιτεί:

1)Πρόβλεψη των ελεύθερων ταμειακών ροών που είναι διαθέσιμες για τα ξένα και τα ίδια κεφάλαια. Η πρόβλεψη αυτή γίνεται για ένα περιορισμένο χρονικό διάστημα, συνήθως πέντε έως δέκα έτη με μεγάλη λεπτομέρεια.

2)Πρόβλεψη των ταμειακών ροών για το διάστημα πέρα από το προκαθορισμένο, καταφεύγοντας σε κάποιες υποθέσεις οι οποίες απλοποιούν τους υπολογισμούς των μελλοντικών ταμειακών ροών.

3)Προεξόφληση του συνόλου των ελεύθερων ταμειακών ροών με το μέσο σταθμικό κόστος των ξένων κεφαλαίων. Από το ποσό της προεξόφλησης αφαιρείται η αξία των ξένων κεφαλαίων και η διαφορά δίνει την οικονομική αξία των ιδίων κεφαλαίων, δηλαδή των κοινών μετόχων.

Συγκεκριμένα, η οικονομική αξία (intrinsic value) της επιχείρησης τη χρονική στιγμή 0 (μηδέν) ισούται με την παρούσα αξία των αναμενόμενων ελεύθερων ταμειακών ροών.

$$V0E = [(ATP1 - ETP1)/(1 + rf)] + [(ATP2 - ETP2)/(1 + rf)^2] + [(ATP3 - ETP3)/(1 + rf)^3] + \dots + [\Sigma At/(1 + rf)^t] - V0D$$

V0E: Η οικονομική αξία των ιδίων κεφαλαίων τη χρονική στιγμή μηδέν, κατά την οποία πραγματοποιείται η αποτίμηση.

ATP1: Οι προβλεπόμενες ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες της περιόδου i.

ETP1: Οι προβλεπόμενες ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες περιόδου i.

ΣAt: Η συνεχιζόμενη οικονομική αξία (continuing value) μετά το τέλος της περιόδου t.

rf: Το μέσο σταθμικό κόστος των ιδίων και των ξένων κεφαλαίων .

V0D: Η οικονομική αξία των ξένων κεφαλαίων κατά τη χρονική στιγμή μηδέν.

Αναφορικά με τη συνεχιζόμενη αξία μπορούν να γίνουν οι ακόλουθες υποθέσεις:

1) $\sum At=0$, δηλαδή μετά την περίοδο t παύουν να υπάρχουν ελεύθερες ταμειακές ροές.

2) $\sum At = (LTPt + 1 - ETPt + 1)/rf$, δηλαδή οι ταμειακές ροές από την περίοδο $t+1$ είναι μία ράντα η οποία παραμένει σταθερή στο διηνεκές.

3) $\sum At = (LTPt + 1 - ETPt + 1)/(rf - g)$, δηλαδή οι ταμειακές ροές από την περίοδο $t+1$ είναι μία ράντα με πρώτο όρο τις ελεύθερες ταμειακές ροές της περιόδου $t+1$ και ρυθμό αύξησης των ελεύθερων ταμειακών ροών g .

Οι αδέσμευτες ταμειακές ροές, τουλάχιστον βραχυχρόνια, δεν μετρούν την αξία που προστίθεται από τη λειτουργία της επιχείρησης, αντίθετα θεωρούν ότι οι επενδύσεις μειώνουν την αξία. Οι αδέσμευτες ταμειακές ροές εμπεριέχουν και την έννοια της ρευστότητας, καθώς μια επιχείρηση μπορεί να αυξήσει τις ελεύθερες ταμειακές ροές μειώνοντας τις επενδύσεις. Το βασικό μειονέκτημα των αδέσμευτων ταμειακών ροών είναι ότι οι εισροές από επενδύσεις συμβαίνουν σε διαφορετικές περιόδους από τις εκροές, δηλαδή η αξία που προστίθεται δεν σχετίζεται χρονικά με την αξία που παραδίδεται, και αυτό επιβάλλει την πρόβλεψη των ταμειακών ροών σε μακροχρόνια χρονικά διαστήματα. Βασικά πλεονεκτήματα των ελεύθερων ταμειακών ροών θεωρούνται ότι είναι πραγματικές, δεν επηρεάζονται από λογιστικούς κανόνες και αποτίμηση με βάση τις αδέσμευτες ταμειακές ροές απλώς απαιτεί προεξοφλήσεις.

3.5 Η ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΩΝ ΥΠΕΡΚΕΡΔΩΝ

3.5.1 ΤΑ ΥΠΕΡΚΕΡΔΗ ΤΩΝ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Τα υπερκέρδη (abnormal earnings, abnormal income) ή τα υπολειπόμενα κέρδη (residual earnings or residual income or economic income or economic value added) προκύπτουν μετά την αφαίρεση από τα καθαρά κέρδη του κόστους των κεφαλαίων.

$$\text{Υπερκέρδη} = \text{Καθαρά κέρδη} - (\text{Απαιτούμενη Απόδοση} * \text{Επένδυση} - 1)$$

Βασικό χαρακτηριστικό των υπερκερδών ή των υπολειπομένων κερδών είναι ότι παρέχουν μία μέτρηση της προστιθέμενης αξίας στην επιχείρηση από την επένδυση. Επομένως, το υπόδειγμα των υπερκερδών μετρά την αξία ως ακολούθως:

Οικονομική αξία = Λογιστική αξία της επένδυσης + Παρούσα αξία αναμενόμενων υπερκερδών

Η λογιστική αξία δείχνει την αρχική αξία της επένδυσης, η παρούσα αξία των αναμενομένων υπερκερδών δείχνει την προστιθέμενη αξία εξαιτίας της επένδυσης και το άθροισμα των δύο δίνει την οικονομική αξία. Ανάλογα, η οικονομική αξία των ιδίων κεφαλαίων μπορεί να αναλυθεί ως εξής:

$$V_{0E} = \Lambda A_{0E} + [(YK_1)/(1 + re)] + [(YK_2)/(1 + re)^2] + [(YK_3)/(1 + re)^3] + \dots \\ + [(YK_t)/(1 + re)^t] + (\Sigma A_t)/(1 + re)^t$$

V_{0E} : Η οικονομική αξία των ιδίων κεφαλαίων τη χρονική στιγμή μηδέν, κατά την οποία πραγματοποιείται η αποτίμηση.

ΛA_0 : Η λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων κατά τη χρονική στιγμή μηδέν, κατά την οποία πραγματοποιείται η αποτίμηση.

YK_i : Προβλεπόμενα υπερκέρδη για την περίοδο i .

re : Το κόστος των ιδίων κεφαλαίων.

ΣA_t : Η συνεχιζόμενη οικονομική αξία (continuing value) μετά το τέλος της περιόδου t .

Αναφορικά με τη συνεχιζόμενη αξία μπορούν να γίνουν οι ακόλουθες υποθέσεις:

1) $\Sigma A_t = 0$, δηλαδή μετά την περίοδο t παύουν να υπάρχουν υπερκέρδη.

2) $\Sigma A_t = YK_t + 1/re$, δηλαδή τα υπερκέρδη από την περίοδο $t+1$ είναι μία ράντα η οποία παραμένει σταθερή από διηνεκές.

3) $\Sigma A_t = YK_t + 1/(re - g)$, δηλαδή τα υπερκέρδη από την περίοδο $t+1$ είναι μία ράντα με πρώτο όρο τα υπερκέρδη της περιόδου $t+1$ και ρυθμό αύξησης των υπερκερδών g .

Καθοριστικοί Παράγοντες Των Υπερκερδών

Ο μαθηματικός τύπος υπολογισμού των υπερκερδών (YK) μπορεί εύκολα να τροποποιηθεί ως ακολούθως:

$$YK_t = KK_t - re * \Lambda A_{t-1} = [KK_1 / (\Lambda A_{t-1} - re)] * \Lambda A_{t-1} \\ = (AIK_t - re) * \Lambda A_{t-1}$$

Όπου:

YK_t : Υπερκέρδη της περιόδου t .

KK_t : Καθαρά κέρδη της περιόδου t .

ΛA_{t-1} : Λογιστική αξία ιδίων κεφαλαίων της περιόδου $t-1$.

re : Κόστος ιδίων κεφαλαίων

AIK_t : Αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων περιόδου t .

Από την παραπάνω εξίσωση, διαπιστώνεται ότι οι καθοριστικοί παράγοντες των υπερκερδών είναι η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων (AIKt) και η λογιστική αξία των ιδίων (επενδυμένων) κεφαλαίων στην αρχή της περιόδου t (ΛAt-1). Μια επιχείρηση μπορεί να αυξήσει τα υπερκέρδη της περιόδου t (YMt) επιτυγχάνοντας αποδόσεις των ιδίων κεφαλαίων (AIKt) υψηλότερες από το κόστος των κεφαλαίων (re) και έτσι να αυξήσει την οικονομική αξία της πάνω από τη λογιστική αξία. Όταν η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων (AIKt) ισούται με το κόστος (re), τα υπερκέρδη είναι μηδέν και η οικονομική αξία της επιχείρησης είναι ίση με τη λογιστική αξία. Επομένως, μια επιχείρηση μπορεί να αυξήσει την οικονομική αξία της αυξάνοντας τις επενδύσεις σε ίδια κεφάλαια για τα οποία πάντα επιτυγχάνει αποδόσεις ανώτερες του κόστους αυτών των κεφαλαίων. Η διοίκηση μιας επιχείρησης μπορεί να επηρεάσει την οικονομική αξία της επιχείρησης επηρεάζοντας τα συστατικά στοιχεία της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων.

Συνεπώς, η οικονομική αξία της επιχείρησης μπορεί να εκφραστεί ως εξής :

$$V_{0E} = \Lambda A_{0E} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{1}{(1+re)^t} * [(AIK_t - re) * \Lambda A_t - 1]$$

και διαιρώντας με τη λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων (ΛA0E), αποκτάται ο δείκτης χρηματιστηριακής αξίας προς λογιστική αξία ως ακολούθως:

$$V_{0E}/\Lambda A_0 = 1 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{1}{(1+re)^t} * [(AIK_t - re) * (\Lambda A_t - 1/\Lambda A_0/0)]$$

Από την ανωτέρω σχέση συνάγεται ότι ο δείκτης χρηματιστηριακής τιμής προς λογιστική αξία αυξάνεται όταν : 1) η AIKt > re και 2) η ΛAt-1/ΛA0 υπερβαίνει τη μονάδα, δηλαδή υπάρχει μία συσσωρευμένη αύξηση των ιδίων κεφαλαίων από την περίοδο μηδέν έως την περίοδο t-1. Επομένως, υψηλές αποτιμήσεις παρατηρούνται για επιχειρήσεις με υψηλές αποδόσεις των ιδίων κεφαλαίων καθώς και υψηλούς ρυθμούς αύξησης των ιδίων κεφαλαίων. Επιπλέον, οι επιχειρήσεις οι οποίες εμφανίζουν χρηματιστηριακή αξία με ένα premium έναντι της λογιστικής αξίας σημαίνει ότι αναμένουν μελλοντικά υπερκέρδη. Αυτή η δυνατότητα δημιουργίας υπερκερδών φαίνεται να απουσιάζει από τον ισολογισμό.

3.5.2 Τα Υπερκέρδη Των Συνολικών Κεφαλαίων

Εάν τα λειτουργικά υπερκέρδη οριστούν ως εξής:

ΛΥKt = Λειτουργικά Κέρδη – Απαιτούμενη Απόδοση Από Τα Λειτουργικά Στοιχεία Του Ενεργητικού

$$= \Lambda K_t - rf * \text{ΚΛΣΕ}_{t-1}$$

Η οικονομική αξία των καθαρών λειτουργικών στοιχείων του ενεργητικού ή των λειτουργικών δραστηριοτήτων υπολογίζεται ως εξής:

$$V_{0\text{ΚΛΣΕ}} = \text{ΚΛΣΕ}_0 + [\text{ΛΥΚ}_1 / (1 + rf)] + [\text{ΛΥΚ}_2 / (1 + rf)^2] + [\text{ΛΥΚ}_3 / (1 + rf)^3] + \dots + [\text{ΛΥΚ}_t / (1 + rf)^t] + \sum \text{Α}_t / (1 + rf)^t$$

Καθώς επίσης :

V0ΚΛΣΕ= Καθαρές Χρηματοοικονομικές Υποχρεώσεις (ΚΧΥ)

V0ΚΛΣΕ=V0Ε + V0ΚΧΥ

Και

ΛΑ0Ε= ΚΛΣΕ – ΚΧΥ

V0Ε= ΛΑΕ + [ΛΥΚ1/(1+rf)] + [ΛΥΚ2/(1+rf)2] + [ΛΥΚ3/(1+rf)3]+... +
[ΛΥΚt/(1+rf)t] + ΣAt/(1+rf)t

(ΚΛΣΕ = Λειτουργικά στοιχεία ενεργητικού μείον λειτουργικές υποχρεώσεις)

(ΚΧΥ = Χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις μείον χρηματοοικονομικά στοιχεία ενεργητικού)

Όπου rf είναι το μέσο σταθμικό κόστος των ξένων και των ιδίων κεφαλαίων.

Το Υπόδειγμα Της Αύξησης Των Υπερκερδών

Το υπόδειγμα του ρυθμού αύξησης των υπερκερδών είναι το ακόλουθο:

$$V0E = (KK1/re) + (1/re) * \{ [kk2 + re * M1 - (1 - re) * KK1]/(1 + re) + [kk3 + re * M2 - (1 - re) * KK2]/(1 + re)^2 + \dots \}$$

Όπου:

KKt : Τα καθαρά κέρδη της περιόδου t.

Mt : Το μέρισμα της περιόδου t.

re : Το κόστος των ιδίων κεφαλαίων.

Ο αριθμητής σε καθένα από τα κλάσματα που περιέχονται ανάμεσα στις αγκύλες αντιπροσωπεύει την αύξηση των υπερκερδών της κάθε περιόδου , η οποία και ορίζεται ως εξής:

$$\begin{aligned} \text{Αύξηση Υπερκερδών} &= \\ &= (KKt + 1 - re * \Lambda AtE) - (KKt - re * \Lambda At - 1E) = \\ &= (KKt + 1 - re * (KKt + \Lambda At - 1E - Mt)) - (KKt - re * \Lambda AtE) = \\ &= KKt + 1 + re * Mt - (1 + re) * KKt \\ &= \text{Καθαρά Κέρδη} + \text{Απόδοση επί των Μερισμάτων} - \text{Κανονικά Κέρδη} \end{aligned}$$

Το άθροισμα των καθαρών κερδών και της απόδοσης επί των μερισμάτων είναι γνωστό και ως cum – dividend earnings της περιόδου t+1.

Τα κανονικά κέρδη αναφέρονται επίσης στην περίοδο t+1.

Το πλεονέκτημα του υποδείγματος αύξησης των υπερκερδών είναι ότι προκειμένου να υπολογίσει την οικονομική αξία μιας επιχείρησης προεξοφλεί τα κέρδη της επόμενης περιόδου, μία μεταβλητή για την πρόβλεψη της οποίας

δαπανώνται σημαντικοί πόροι από τους αναλυτές. Επιπλέον, ο υπολογισμός της οικονομικής αξίας απαιτεί να προεξοφληθούν οι αναμενόμενες αυξήσεις των υπερκερδών από μελλοντικές περιόδους.

Από το ανώτερο υπόδειγμα αύξησης των υπερκερδών, εάν δεν αναμένεται αύξηση των υπερκερδών, τότε :

$$V0E = (KK1/re)$$

Και ο γνωστός ως δείκτης P/E, χωρίς ένα premium για ανάπτυξη υπολογίζεται ως εξής :

$$(V0E/KK1) = (1/re)$$

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΜΕΘΟΔΟΣ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΜΕΝΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

4.1 Εισαγωγή

Αποτελεί από τις πλέον αποδεκτές μεθόδους αξιολόγησης μιας εταιρείας και σίγουρα από τις πλέον αξιόπιστες. Δεν υπολογίζει απλά την αξία των πάγιων περιουσιακών στοιχείων μιας εταιρείας, αλλά θεωρεί ότι η καθιέρωση της επιχείρησης στην αγορά, η απόκτηση φήμης και πελατείας, οι συνέργιες κ.ά αυξάνουν σε σημαντικό βαθμό την Αξία. Η Αξία μιας επιτυχημένης επιχείρησης είναι πολλές φορές μεγαλύτερη από το άθροισμα των περιουσιακών της στοιχείων ενώ για πολλές επιχειρήσεις τα κέρδη ενός χρόνου και μόνο μπορούν να είναι μεγαλύτερα από την συνολική αξία των περιουσιακών της στοιχείων. Έχει γίνει ήδη φανερό ότι η μέθοδος της Καθαρής Περιουσιακής Θέσης αποτελεί ανεπαρκής μέθοδο αξιολόγησης. Φαίνεται ακόμη πως το πλέον κατάλληλο μέτρο για τη μέτρηση της Αξίας μιας εταιρείας, είναι τα ίδια της τα κέρδη και η δυναμική της.

Έτσι η απόδοση των προηγούμενων χρόνων μιας εταιρείας μπαίνει σε δεύτερο ρόλο- προηγείται η ακριβής ανάλυση των περιθωρίων κέρδους, των χρεών και δανείων, της φορολογίας, του κόστους του προσωπικού και των προϊόντων και του βαθμού ανάπτυξης των πωλήσεων. Η μέθοδος είναι σχετικώς περίπλοκη και χρειάζεται μεγάλη δόση αντικειμενικότητας όσον αφορά τον καθορισμό της δυναμικής της εταιρείας σας. Σύμφωνα λοιπόν με την μέθοδο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών, η Αξία μιας επιχείρησης ισούται με την παρούσα αξία των ταμειακών πλεονασμάτων που αναμένεται να πραγματοποιηθούν σε καθορισμένο χρονικό διάστημα συν την παρούσα Αξία της υπολειμματικής αξίας της επιχείρησης στο τέλος του συγκεκριμένου χρονικού ορίζοντα.

Το κύριο μειονεκτήματα της μεθόδου είναι ότι η εκτίμηση των ταμειακών πλεονασμάτων μιας επιχείρησης είναι μια δυσχερής υπόθεση με υψηλό βαθμό επικινδυνότητας, καθώς κανείς δεν μπορεί να προβλέψει τις συνθήκες που θα επικρατούν τόσο στην εταιρεία, όσο και στο εξωτερικό περιβάλλον. Παρόλα αυτά η μέθοδος των Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών χρησιμοποιείται σε μεγάλη έκταση, καθώς αναγνωρίζει ότι οι επιχειρήσεις είναι ζωντανοί οργανισμοί, ανεξάρτητως των περιουσιακών στοιχείων που τις αποτελούν και επιπλέον στηρίζεται στις αναμενόμενες αποδόσεις και όχι στις αποδόσεις παρελθόντων ετών

4.2 ΕΦΑΡΜΟΣΙΜΟΤΗΤΑ ΚΑΙ ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΟΙ ΤΗΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΜΕΝΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

Η αποτίμηση προεξοφλημένων ταμειακών ροών βασίζεται σε προσδοκώμενες ταμειακές ροές και προεξοφλητικά επιτόκια. Δεδομένων αυτών των πληροφοριακών απαιτήσεων, αυτή η προσέγγιση χρησιμοποιείται πιο εύκολα για περιουσιακά στοιχεία (εταιρείες) των οποίων οι ταμειακές ροές είναι προς το παρόν θετικές και μπορούν να εκτιμηθούν με κάποια αξιοπιστία για μελλοντικά χρονικά διαστήματα κι όπου είναι διαθέσιμο ένα μέτρο προσδιορισμού του κινδύνου, που μπορεί να χρησιμοποιηθεί για τη χορήγηση προεξοφλητικών επιτοκίων. Όσο προχωράμε πέρα από αυτό το εξιδανικευμένο περιβάλλον τόσο πιο δύσκολη γίνεται η αποτίμηση προεξοφλημένων ταμειακών ροών. Η ακόλουθη λίστα περιλαμβάνει κάποια σενάρια όπου η αποτίμηση προεξοφλημένων ταμειακών ροών μπορεί να παρουσιάσει πρόβλημα και να χρειάζεται προσαρμογή.

1. Εταιρείες που έχουν πρόβλημα: Γενικά, μια προβληματική εταιρεία έχει αρνητικά κέρδη και ταμειακές ροές. Αναμένεται να χάσει χρήματα για κάποιο διάστημα στο μέλλον. Γι' αυτές τις εταιρείες, είναι δύσκολο να εκτιμηθούν οι μελλοντικές ταμειακές ροές, καθώς υπάρχει μεγάλη πιθανότητα χρεοκοπίας. Για εταιρείες που αναμένεται να αποτύχουν, η αποτίμηση προεξοφλημένων ταμειακών ροών δεν λειτουργεί πολύ καλά, καθώς εκτιμούμε την εταιρεία ως συνεχιζόμενη δράση που αποφέρει θετικές ταμειακές ροές στους επενδυτές της. Ακόμα και για εταιρείες που αναμένεται να επιβιώσουν, οι ταμειακές ροές θα πρέπει να εκτιμηθούν μέχρι να γίνουν θετικές, καθώς η απόκτηση παρούσας αξίας με αρνητικές ταμειακές ροές θα επιφέρει μια αρνητική αξία για τη μετοχή ή την εταιρεία.

2. Κυκλικές εταιρείες: τα κέρδη και οι ταμειακές ροές των κυκλικών εταιρειών έχουν την τάση να ακολουθούν την οικονομία – ανεβαίνουν κατά τις περιόδους οικονομικής έκρηξης και πέφτουν κατά τις περιόδους ύφεσης. Αν η αποτίμηση προεξοφλημένων ταμειακών ροών χρησιμοποιείται σε αυτές τις εταιρείες, οι προσδοκώμενες μελλοντικές ταμειακές ροές συνήθως διευθετούνται, εκτός και αν ο αναλυτής θέλει να αναλάβει το βαρύ καθήκον να προβλέψει το χρόνο και διάρκεια των οικονομικών υφέσεων και ανακάμψεων. Πολλές κυκλικές εταιρείες, μέσα στο βάθος της ύφεσης, μοιάζουν με προβληματικές εταιρείες, με αρνητικά κέρδη και ταμειακές ροές. Σε αυτή την περίπτωση, η εκτίμηση μελλοντικών ταμειακών ροών μπλέκεται με προβλέψεις αναλυτών για το πότε θα αλλάξει η οικονομία και πόσο μεγάλη θα είναι η αλλαγή, με τους πιο αισιόδοξους αναλυτές να δίνουν υψηλότερες εκτιμήσεις της αξίας. Αυτό είναι αναπόφευκτο, αλλά οι μεροληψίες του αναλυτή σχετικά με τα οικονομικά θα πρέπει να ληφθούν υπόψη, πριν χρησιμοποιηθούν αυτές οι αποτιμήσεις.

3. Εταιρείες με αχρησιμοποίητα περιουσιακά στοιχεία: η αποτίμηση προεξοφλημένων ταμειακών ροών αντικατοπτρίζει την αξία όλων των περιουσιακών στοιχείων που δημιουργούν ταμειακές ροές. Αν μια εταιρεία έχει περιουσιακά στοιχεία που δεν χρησιμοποιούνται (και συνεπώς δεν δημιουργούν ταμειακές ροές), η αξία αυτών των στοιχείων δεν θα αντικατοπτριστεί στην αξία που λαμβάνεται από την προεξόφληση προσδοκώμενων μελλοντικών ταμειακών ροών. Η ίδια προειδοποίηση ισχύει, σε μικρότερο βαθμό, για αχρησιμοποίητα περιουσιακά στοιχεία, καθώς η αξία τους θα υποτιμηθεί στην αποτίμηση προεξοφλημένων ταμειακών ροών. Αν και αυτό είναι ένα πρόβλημα, δεν είναι αξεπέραστο. Η αξία αυτών των περιουσιακών στοιχείων μπορεί πάντα να αποκτηθεί εξωτερικά και να προστεθεί στην αξία που αποκτάται από την αποτίμηση προεξοφλημένων ταμειακών ροών. Διαφορετικά, τα περιουσιακά στοιχεία μπορεί να αποτιμηθούν θεωρώντας ότι χρησιμοποιούνται με τον καλύτερο τρόπο.

4. Εταιρείες με ευρεσιτεχνίες ή δικαιώματα προαίρεσης προϊόντων: Συχνά, οι εταιρείες διαθέτουν αχρησιμοποίητες ευρεσιτεχνίες ή άδειες που δεν δημιουργούν προς το παρόν ταμειακές ροές και δεν αναμένεται να δημιουργήσουν ταμειακές ροές στο κοντινό μέλλον, αλλά, παρόλα αυτά, είναι πολύτιμες. Σε αυτή την περίπτωση, η αξία που προκύπτει από την προεξόφληση προσδοκώμενων ταμειακών ροών προς την εταιρεία θα υποτιμήσει την πραγματική αξία της εταιρείας. Και πάλι το πρόβλημα μπορεί να ξεπεραστεί, αποτιμώντας αυτά τα περιουσιακά στοιχεία στην ελεύθερη αγορά ή χρησιμοποιώντας μοντέλα αποτίμησης δικαιωμάτων προαίρεσης και μετά προσθέτοντας στην αξία που προέκυψε από την αποτίμηση προεξοφλημένων ταμειακών ροών.

5. Εταιρείες υπό αναδιάρθρωση: εταιρείες που είναι υπό διαδικασία αναδιάρθρωσης συχνά πουλούν κάποια από τα περιουσιακά τους στοιχεία, αποκτούν άλλα και αλλάζουν τις κεφαλαιακές τους δομές και την πολιτική μερισμάτων. Επίσης, κάποιες από αυτές αλλάζουν την ιδιοκτησιακή τους δομή (πηγαίνοντας από το χρηματιστήριο σε ιδιωτικό χαρακτήρα) και τα συστήματα διαχείρισης αποζημιώσεων. Κάθε αλλαγή καθιστά την εκτίμηση των μελλοντικών ταμειακών ροών πιο δύσκολη και επηρεάζει τον κίνδυνο της εταιρείας. Η χρήση ιστορικών δεδομένων για τέτοιες εταιρείες μπορεί να οδηγήσει σε μια παραπλανητική εικόνα για την αξία της εταιρείας. Παρόλα αυτά, αυτές οι εταιρείες μπορούν να αποτιμηθούν, ακόμα και υπό το φως μεγάλων αλλαγών στις πολιτικές επενδύσεων και χρηματοδότησης, αν οι μελλοντικές ταμειακές ροές αντανακλούν τις

αναμενόμενες επιδράσεις αυτών των αλλαγών και αν το προεξοφλητικό επιτόκιο προσαρμοστεί ώστε να αντιπροσωπεύει το νέο επιχειρηματικό και χρηματοοικονομικό κίνδυνο της εταιρείας.

6. Εταιρείες που ασχολούνται με εξαγορές: Υπάρχουν τουλάχιστον δυο συγκεκριμένα θέματα σχετικά με τις εξαγορές που πρέπει να ληφθούν υπόψη όταν χρησιμοποιούμε τα μοντέλα προεξοφλημένων ταμειακών ροών για να αποτιμήσουμε τις εταιρείες-στόχους. Το πρώτο είναι το ακανθώδες ζήτημα για το αν υπάρχει συνέργεια στη συγχώνευση και αν μπορεί να εκτιμηθεί η αξία της. Μπορεί να γίνει, αν και απαιτεί υποθέσεις σχετικά με τη μορφή της συνέργειας και την επίδρασή της στις ταμειακές ροές. Το δεύτερο, ιδίως σε εχθρικές εξαγορές, είναι η επίδραση της αλλαγής διαχείρισης στις ταμειακές ροές και τον κίνδυνο. Και πάλι το αποτέλεσμα της αλλαγής μπορεί και πρέπει να ενσωματωθεί στις εκτιμήσεις των μελλοντικών ταμειακών ροών και του προεξοφλητικού επιτοκίου και επομένως στην αξία.

7. Ιδιωτικές εταιρείες: το μεγαλύτερο πρόβλημα με τη χρήση των μοντέλων προεξοφλημένων ταμειακών ροών για την αποτίμηση ιδιωτικών εταιρειών είναι η μέτρηση του κινδύνου (για τη χρήση στην εκτίμηση προεξοφλητικών επιτοκίων), αφού τα περισσότερα μοντέλα κινδύνου/ απόδοσης απαιτούν οι παράμετροι του κινδύνου να εκτιμούνται από την ανάλυση ιστορικών τιμών του περιουσιακού στοιχείου. Εφόσον οι μετοχές στις ιδιωτικές εταιρείες δεν ανταλλάσσονται, αυτό δεν είναι δυνατό. Μια λύση είναι να εξετάσουμε τον κίνδυνο παρόμοιων εταιρειών που βρίσκονται στο χρηματιστήριο. Η άλλη είναι να συσχετίσουμε το μέτρο του κινδύνου με τον υπολογισμό μεταβλητών, που είναι διαθέσιμες στην ιδιωτική εταιρεία. Το ζητούμενο δεν είναι ότι η αποτίμηση προεξοφλημένων ταμειακών ροών δεν μπορεί να γίνει σε αυτές τις περιπτώσεις, αλλά ότι πρέπει να είμαστε ευέλικτοι ώστε να τις αντιμετωπίσουμε. Είναι γεγονός ότι η αποτίμηση είναι εύκολη για εταιρείες με καλά προσδιορισμένα περιουσιακά στοιχεία, που δημιουργούν ταμειακές ροές οι οποίες μπορούν εύκολα να προβλεφθούν. Η πραγματική πρόκληση στην αποτίμηση είναι να επεκτείνουμε το πλαίσιο της για να καλύψουμε εταιρείες που σε κάποιο βαθμό διαφέρουν από αυτό το εξιδανικευμένο πλαίσιο. Αυτό το βιβλίο στο μεγαλύτερο μέρος του εξετάζει τον τρόπο αποτίμησης τέτοιων εταιρειών.

4.3 Αποτίμηση ίδιων κεφαλαίων των εταίρων (equity valuation)

Το πρότυπο έκπτωσης μερισμάτων είναι βασισμένο στην προϋπόθεση ότι οι μόνες ταμειακές ροές που παραλαμβάνονται από τους μετόχους είναι μερίσματα. Ακόμα κι αν χρησιμοποιούμε την τροποποιημένη έκδοση του προτύπου και μεταχειριζόμαστε επαναγορές αποθεμάτων όπως μερίσματα, μπορούμε να υποτιμήσουμε τις εταιρείες που επιστρέφουν με συνέπεια λιγότερο ή περισσότερο από αυτό που μπορούν να αντέξουν οικονομικά στους μετόχους τους.

Αυτό το κεφάλαιο χρησιμοποιεί έναν πιά επεκτατικό καθορισμό των ταμειακών ροών στη καθαρή αξία της εταιρείας ως ταμειακές ροές που αφήνονται μετά από να εκπληρώσει όλες τις οικονομικές υποχρεώσεις, συμπεριλαμβανομένων των πληρωμών χρέους, και μετά από να καλύψει τις ανάγκες κεφαλαίου δαπανών κεφαλαίου και κίνησης. Συζητά τους λόγους για τις διαφορές μεταξύ των μερισμάτων

και των ελεύθερων ταμειακών ροών στη δικαιοσύνη, και παρουσιάζει τις απορριμμένες καθαρή αξία της εταιρίας ταμειακές ροές στο πρότυπο για την αξιολόγηση.

Μετρώντας ποιες εταιρίες μπορούν να επιστρέψουν στους μετόχους τους

Λαμβάνοντας υπόψη ποιες εταιρίες επιστρέφουν στους μετόχους τους υπό μορφή μερισμάτων ή επαναγορές αποθεμάτων, πώς αποφασίζουμε εάν επιστρέφουν πάρα πολύ ή ελάχιστα; Μετράμε πόσα μετρητά είναι διαθέσιμα για να πληρωθούν στους μετόχους μετά από να ικανοποιήσουν τις ανάγκες επανεπένδυσης και να συγκρίνουν αυτό το ποσό στο ποσό που επιστρέφεται πραγματικά στους μετόχους.

Ελεύθερες ταμειακές ροές στη καθαρή αξία της εταιρίας

Για να υπολογίζουμε πόσα μετρητά μια εταιρία μπορεί να αντέξει οικονομικά να επιστρέψει στους μετόχους της, αρχίζουμε με το καθαρό εισόδημα -- το μέτρο λογιστικής των αποδοχών των μετόχων κατά τη διάρκεια της περιόδου -- και το μετατρέψτε σε μια ταμειακή ροή με να αφαιρέσει έξω τις ανάγκες επανεπένδυσης μιας εταιρίας. Κατ' αρχάς, οποιεσδήποτε κύριες δαπάνες, που καθορίζονται ευρέως για να περιλάβουν τις αποκτήσεις, αφαιρούνται από το καθαρό εισόδημα, δεδομένου ότι αντιπροσωπεύουν τις εκροές μετρητών. Η υποτίμηση και η χρεωλυσία, αφ' ετέρου, προστίθενται πίσω μέσα επειδή είναι σε είδος δαπάνες. Η διαφορά μεταξύ των κύριων δαπανών και της υποτίμησης αναφέρεται ως καθαρές κύριες δαπάνες και είναι συνήθως μια λειτουργία των χαρακτηριστικών αύξησης της εταιρίας. Οι υψηλές εταιρίες τείνουν να έχουν τις υψηλές καθαρές κύριες δαπάνες σχετικά με τις αποδοχές, ενώ οι εταιρίες χαμηλός-αύξησης μπορούν να έχουν τις χαμηλές, και μερικές φορές ακόμα και αρνητικές, καθαρές κύριες δαπάνες.

Δεύτερον, οι αυξήσεις στο κεφάλαιο κίνησης στραγγίζουν τις ταμειακές ροές μιας εταιρίας, ενώ οι μειώσεις στο κεφάλαιο κίνησης αυξάνουν τις ταμειακές ροές διαθέσιμες στους επενδυτές μετοχικού κεφαλαίου. Οι εταιρίες που αυξάνονται γρήγορα, στις βιομηχανίες με τις υψηλές απαιτήσεις κεφαλαίου κίνησης (που πουλαούν λιανικώς, για παράδειγμα), έχουν χαρακτηριστικά τις μεγάλες αυξήσεις στο κεφάλαιο κίνησης. Δεδομένου ότι ενδιαφερόμαστε για τα αποτελέσματα ταμειακής ροής, εξετάζουμε μόνο τις αλλαγές στο σε είδος κεφάλαιο κίνησης σε αυτήν την ανάλυση.

Τέλος, οι επενδυτές μετοχικού κεφαλαίου πρέπει επίσης να εξετάσουν την επίδραση των αλλαγών στα επίπεδα χρέους στις ταμειακές ροές τους. Το ξεπλήρωμα του προισταμένου στο υπάρχον χρέος αντιπροσωπεύει μια εκροή μετρητών αλλά η επιστροφή χρέους μπορεί πλήρως ή μερικώς να χρηματοδοτηθεί

από το ζήτημα του νέου χρέους, το οποίο είναι μια εισροή μετρητών. Πάλι, η αλιεία με δίχτυα της επιστροφής του παλαιού χρέους ενάντια στα νέα ζητήματα χρέους παρέχει ένα μέτρο των αποτελεσμάτων ταμειακής ροής των αλλαγών στο χρέος.

Επιτρέποντας τα αποτελέσματα ταμειακής ροής των καθαρών κύριων δαπανών, των αλλαγών στο κεφάλαιο κίνησης και των καθαρών αλλαγών στο χρέος στους επενδυτές μετοχικού κεφαλαίου, μπορούμε να καθορίσουμε τις ταμειακές ροές που αφήνονται μετά από αυτές τις αλλαγές ως ελεύθερη ταμειακή ροή στη δικαιοσύνη (FCFE).

$$\begin{aligned} FCFE &= \text{Καθαρό εισόδημα} (\text{Κύριες δαπάνες} - \text{Υποτίμηση}) \\ &- \text{Αλλαγή κεφαλαίου Κίνησης} - \text{επανεκδοση χρέους} \\ &- \text{επιστροφές χρέους} \end{aligned}$$

Αυτό είναι η ταμειακή ροή διαθέσιμη για να πληρωθεί ως μερίσματα ή επαναγορές αποθεμάτων.

Ταμειακές ροές της καθαρής αξίας της εταιρίας που συνδέονται με τις ανάγκες δαπανών κεφαλαίου = $-(\text{κύριες δαπάνες} - \text{υποτίμηση})(1 - \Delta)$

Αυτός ο υπολογισμός μπορεί να απλοποιηθεί εάν υποθέτουμε ότι οι καθαρές αλλαγές κύριων δαπανών και κεφαλαίου κίνησης χρηματοδοτούνται χρησιμοποιώντας σταθερό μείγμα του χρέους και της δικαιοσύνης. Εάν το Δ είναι το ποσοστό των καθαρών αλλαγών κύριων δαπανών και κεφαλαίου κίνησης που αυξάνεται από τη χρηματοδότηση χρέους, η επίδραση στις ταμειακές ροές στη δικαιοσύνη αυτών των στοιχείων μπορεί να αντιπροσωπευθεί ως εξής:

Ταμειακές ροές της καθαρής αξίας της εταιρίας που συνδέονται με τις ανάγκες κεφαλαίου κίνησης = $-(\Delta \text{ κεφαλαίου κίνησης})(1 - \Delta)$

Συνεπώς, η ταμειακή ροή διαθέσιμη για τους επενδυτές μετοχικού κεφαλαίου μετά από να ικανοποιήσει τις ανάγκες κεφαλαίου δαπανών κεφαλαίου και κίνησης, που υποθέτουν τη λογιστική αξία του μίγματος χρέους και δικαιοσύνης είναι σταθερή, είναι:

$$\begin{aligned} FCFE &= \text{Καθαρό εισόδημα} - (\text{κύριες δαπάνες} - \text{υποτίμηση})(1 - \Delta) \\ &- (\Delta \text{ κεφαλαίου κίνησης})(1 - \Delta) \end{aligned}$$

Σημειώστε ότι το καθαρό στοιχείο πληρωμής χρέους αποβάλλεται, επειδή οι επιστροφές χρέους χρηματοδοτούνται με τα νέα ζητήματα χρέους για να κρατήσουν την αναλογία χρέους σταθερή. Είναι ιδιαίτερα χρήσιμο να υποτεθεί ότι ένα διευκρινισμένο ποσοστό των καθαρών αναγκών κύριων δαπανών και κεφαλαίου κίνησης θα χρηματοδοτηθεί με το χρέος εάν ο στόχος ή η βέλτιστη αναλογία χρέους της εταιρίας χρησιμοποιείται για να προβλέψει την ελεύθερη ταμειακή ροή στη δικαιοσύνη που θα είναι διαθέσιμες στο μέλλον περίοδοι. Εναλλακτικά, στην εξέταση των προηγούμενων περιόδων, μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε τη μέση αναλογία

χρέους της εταιρίας κατά τη διάρκεια της περιόδου για να φθάσουμε στις κατά προσέγγιση ελεύθερες ταμειακές ροές στη δικαιοσύνη.

4.4 Συνολική αποτίμηση επιχείρησης (αποτίμηση ενεργητικού – firm valuation)

Στα τελευταία δύο κεφάλαια, εξετάσαμε δύο προσεγγίσεις να εκτιμήσουμε τη καθαρή αξία της εταιρίας -- το πρότυπο έκπτωσης μερισμάτων και το πρότυπο αξιολόγησης FCFE. Αυτό το κεφάλαιο αναπτύσσει μια άλλη προσέγγιση στην αξιολόγηση όπου η ολόκληρη εταιρία εκτιμείται, με είτε την απόρριψη των συσσωρευμένων ταμειακών ροών σε όλους τους κατόχους αξίωσης στην εταιρία από το σταθμισμένο μέσο κόστος του κεφαλαίου (το κόστος της κύριας προσέγγισης) είτε με την προσθήκη ότι ο οριακός αντίκτυπος του χρέους στην αξία η σταθερή αξία (ρυθμισμένη παρούσα προσέγγιση αξίας).

Στο στάδιο της εξέτασης τη σταθερή αξιολόγηση, εξετάζουμε επίσης το πώς η δύναμη μπορεί ή δεν να έχει επιπτώσεις στη σταθερή αξία. Σημειώνουμε ότι παρουσία του κινδύνου προεπιλογής, οι φόροι και οι δαπάνες αντιπροσωπειών, που αυξάνουν τη δύναμη μπορούν μερικές φορές να αυξήσουν τη σταθερή αξία και να την μειώσουν μερικές φορές. Στην πραγματικότητα, υποστηρίζουμε ότι το βέλτιστο χρηματοδοτώντας μίγμα για μια εταιρία είναι αυτό που μεγιστοποιεί τη σταθερή αξία.

Οι ελεύθερες ταμειακές ροές στην εταιρία

Οι ελεύθερες ταμειακές ροές στην εταιρία είναι το ποσό των ταμειακών ροών σε όλους τους κατόχους αξίωσης στην εταιρία, συμπεριλαμβανομένων των μετόχων, των ομολογιούχων και των προτιμημένων μετόχων. Υπάρχουν δύο τρόποι τις ελεύθερες ταμειακές ροές στην εταιρία (FCFF).

Κάποιες είναι να προστεθούν επάνω οι ταμειακές ροές στους κατόχους αξίωσης, οι οποίες θα περιελάμβαναν τις ταμειακές ροές στη καθαρή αξία (που καθορίζεται είτε ως ελεύθερη ταμειακή ροή στη καθαρή αξία είτε τα μερίσματα), ταμειακές ροές στους δανειστές (που θα περιελάμβαναν τις κύριες πληρωμές, τις δαπάνες ενδιαφέροντος και τα νέα ζητήματα χρέους) και ταμειακές ροές στους προτιμημένους μετόχους (συνήθως προτιμημένα μερίσματα).

$$FCFF = \text{Ελεύθερες ταμειακές ροές} + \text{Έξοδα από τόκους} (1 - \text{φορολογικός συντελεστής}) + \text{Επιστροφές} - \text{Χρέος} + \text{Μερίσματα}$$

Σημειώστε, εντούτοις, ότι αντιστρέφουμε τη διαδικασία που χρησιμοποιήσαμε για να φτάσουμε στην ελεύθερη ταμειακή ροή στη καθαρή αξία, όπου αφαιρέσαμε έξω τις πληρωμές στους δανειστές και προτιμήσαμε τους μετόχους για να

υπολογίσουμε τη ταμειακή ροή που αφέθηκε για τους μετόχους. Ένας απλούστερος τρόπος στην ελεύθερη ταμειακή ροή στην εταιρία είναι να υπολογιστούν οι ταμειακές ροές πριν από οποιοσδήποτε από αυτές τις αξιώσεις. Κατά συνέπεια, θα μπορούσαμε να αρχίσουμε μια με τις αποδοχές πριν από το ενδιαφέρον και τους φόρους, τους καθαρούς από φόρους και τις ανάγκες επανεπένδυσης και να φθάσουμε σε μια εκτίμηση της ελεύθερης ταμειακής ροής στην εταιρία.

$$FCFF = EBIT(1 - \text{φορολογικός συντελεστής}) + \text{Υποτίμηση} - \text{Δαπάνες κεφαλαίου} - \Delta \text{ κεφαλαίου κίνησης}$$

Δεδομένου ότι αυτή η ταμειακή ροή είναι πριν από τις πληρωμές χρέους, αναφέρεται συχνά ως η ταμειακή ροή. Σημειώστε ότι αυτή η ελεύθερη ταμειακή ροή στην εταιρία δεν ενσωματώνει οποιωνδήποτε από τα φορολογικά οφέλη λόγω των πληρωμών ενδιαφέροντος. Αυτό είναι από το σχέδιο, επειδή η χρήση του μετά τη φορολόγηση κόστους του χρέους στο κόστος του κεφαλαίου εξετάζει ήδη αυτό το όφελος και συμπεριλαμβανομένου του στις ταμειακές ροές θα διπλασίαζε την αρίθμηση αυτό.

Σταθερή αξιολόγηση: Το κόστος της κύριας προσέγγισης

Η αξία της εταιρίας λαμβάνεται με την απόρριψη των ελεύθερων ταμειακών ροών στην εταιρία στο σταθμισμένο μέσο κόστος του κεφαλαίου. Ενσωματώνονται σε αυτήν την αξία τα φορολογικά οφέλη του χρέους (στη χρήση του μετά τη φορολόγηση κόστους του χρέους στο κόστος του κεφαλαίου) και του αναμενόμενου πρόσθετου κινδύνου που συνδέεται με το χρέος (υπό μορφή υψηλότερων δαπανών της καθαρής αξία της εταιρίας και του χρέους στις υψηλότερες αναλογίες χρέους). Ακριβώς όπως με το πρότυπο έκπτωσης μερισμάτων και το πρότυπο FCFE, η έκδοση του προτύπου χρησιμοποιούμενου θα εξαρτηθεί από τις υποθέσεις που γίνονται για τη μελλοντική ανάπτυξη.

Σταθερή ανάπτυξη της εταιρίας

Όπως με τα πρότυπα έκπτωσης μερισμάτων και FCFE, μια εταιρία που αυξάνεται σε ένα ποσοστό που μπορεί να στηρίξει στην αιωνιότητα – ένας σταθερός

ρυθμός ανάπτυξης – μπορεί να εκτιμηθεί χρησιμοποιώντας ένα σταθερό πρότυπο αύξησης.

Το Πρότυπο

Μια εταιρία με τις ελεύθερες ταμειακές ροές στην εταιρία που αυξάνεται σε έναν σταθερό ρυθμό ανάπτυξης μπορεί να εκτιμηθεί χρησιμοποιώντας την ακόλουθη εξίσωση:

$$\text{Αξία εταιρίας} = FCFF1 / (WACC - gn)$$

Υπάρχουν δύο όροι που πρέπει να ικανοποιηθούν σε χρησιμοποίηση αυτού του προτύπου. Κατ' αρχάς, ο ρυθμός ανάπτυξης που χρησιμοποιείται στο πρότυπο πρέπει να είναι λιγότερο ή ίσο προς ο ρυθμός ανάπτυξης στην οικονομία – ονομαστική αύξηση εάν το κόστος του κεφαλαίου είναι στους ονομαστικούς όρους, ή πραγματική αύξηση εάν το κόστος του κεφαλαίου είναι ένα πραγματικό κόστος του κεφαλαίου. Δεύτερον, τα χαρακτηριστικά της εταιρίας πρέπει να είναι σύμφωνα με τις υποθέσεις της σταθερής αύξησης. Ιδίως, το ποσοστό επανεπένδυσης που χρησιμοποιείται για να υπολογίσει τις ελεύθερες ταμειακές ροές στην εταιρία πρέπει να είναι σύμφωνο με το σταθερό ρυθμό ανάπτυξης. Ο καλύτερος τρόπος αυτήν την συνέπεια είναι να αντληθεί το ποσοστό επανεπένδυσης από το σταθερό ρυθμό ανάπτυξης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

5.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η επιχείρηση αυτή ασχολείται στον κατασκευαστικό κλάδο της χώρας μας. Στο κεφάλαιο αυτό θα προσπαθήσουμε να υπολογίσουμε την αξία της ΖΗΣΗΣ ΓΕΡΑΣΙΜΟΣ ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΗ ΜΟΝΟΠΡΟΣΩΠΗ ΕΠΕ. Η μέθοδος που θα χρησιμοποιήσουμε είναι η προεξόφληση των ελεύθερων ταμειακών ροών.

5.2 Υπολογισμός Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου WACC

5.2.1 Εισαγωγικά σχόλια

Το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (WACC) είναι αυτό που χρησιμοποιούμε σαν δείκτη προεξόφλησης των ταμειακών ροών. Το κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης χαρακτηρίζεται σαν την προσδοκώμενη απόδοση του χαρτοφυλακίου που αποτελείται από όλα τα χρεόγραφα της επιχείρησης. Όμως, το κόστος κεφαλαίου δεν έθνη πάντα το ενδεδειγμένο προεξοφλητικό επιτόκιο και αυτό γιατί μπορεί τα ένα επενδυτικά σχέδια να έχουν μικρότερο ή μεγαλύτερο κίνδυνο από αυτόν της επιχείρησης. Άρα το κάθε επενδυτικό σχέδιο θα πρέπει να αξιολογείται ανάλογα με τον κίνδυνο που έχει και όχι με τον συνολικό κίνδυνο της επιχείρησης.

5.3.2 υπολογισμός WACC

Ο τύπος του Μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου είναι:

$$WACC = \frac{E}{E + D} * RE + \frac{D}{E + D} RD * (1 - TC)$$

Όπου

- E Είναι τα ίδια κεφάλαια
- D Είναι τα δανειακά κεφάλαια
- RE Είναι η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων
- RD Είναι το κόστος δανεισμού
- TC Είναι ο συντελεστής φορολογίας

Για να υπολογίσουμε το μέσο σταθμικό κόστος της επιχείρησης θα πρέπει πρώτα να υπολογίσουμε και την κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης. Για αυτό το λόγω θα χρησιμοποιήσουμε τα στοιχεία από τον τελευταίο ισολογισμό της επιχείρησης.

Κεφαλαιακή διάρθρωση: η αξία των μετοχών της επιχείρησης είναι 10000€.

Κόστος ιδίων κεφαλαίων: ία τον υπολογισμό του κόστους ιδίων κεφαλαίων θα χρησιμοποιήσουμε το υπόδειγμα CAPM. Σύμφωνα με το οποίο, $Cost\ of\ Equity = Risk\ Free + \beta * (Market\ Risk - Risk\ Free)$. Για το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο θα χρησιμοποιήσουμε το ποσοστό το οποίο διαμορφώθηκε τον Μάιο του 2016. άρα $Cost\ of\ Equity = 0.15\% + 1.006 * (10.11\% - 0.15\%) = 10.2\%$.

Η επιχείρηση δεν έχει δανειακά κεφάλαια οπότε και δεν έχει κάποιο κόστος από αυτά.

5.4 Υπολογισμός Ελεύθερων Ταμειακών Ροών και υπολειμματική αξία

Για τον υπολογισμό των ελεύθερων ταμειακών ροών θα χρησιμοποιήσουμε τον τύπο

$$FCF =$$

$$EBIT + Depreciation \ \& \ Amortization - Tax - Change\ Working\ Capital - CAPEX.$$

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ					
ΕΤΟΣ	2013	2014	2015	2016	2017
ΕΣΟΔΑ	711355,57	1.172.678,21€	961.928,62€	1.058.121,48€	1.174.514,85€
EBIT	72.646,07 €	344.922,98 €	233.972,14 €	317.436,44 €	352.354,45 €
ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΚΕΡΔΟΥΣ	14,43%	39,86%	47,32%	40,00%	41,30%
ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΟΣ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ	29,00%	33,00%	33,00%	33,00%	33,00%
ΦΟΡΟΣ	19.965,15 €	90.289,89 €	72.141,46 €	104.754,02 €	116.276,97€
ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ ΜΕΤΑ ΦΟΡΩΝ	52.680,92 €	253.216,25 €	161.188,67 €	212.682,42 €	236.077,48€
ΔΑΠΑΝΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	10.342,29 €	14.987,62 €	16.250,69 €	19.560,00 €	25.000,00€
ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	2.367,75 €	1.498,76 €	1.625,10 €	1.956,00 €	2.500,00€
ΚΑΘΑΡΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ	41.674,23 €	291.909,55 €	451.835,15 €	497.018,66 €	397.614,93€
ΕΛΕΥΘΕΡΕΣ ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ	13.374,44 €	35.777,70 €	288.379,37 €	282.380,24 €	159.037,45 €
ΠΑΡΟΥΣΑ ΑΞΙΑ ΤΩΝ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ	5.553,13 €	14.855,07 €	119.736,46 €	117.245,59 €	66.033,09 €

Πίνακας 3

5.5 Αποτίμηση ΖΗΣΗΣ ΓΕΡΑΣΙΜΟΣ ΜΟΝΟΠΡΟΣΩΠΗ ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΗ ΕΠΕ

Έτσι από τον παραπάνω πίνακα αντιλαμβανόμαστε ότι η αξία της ΓΕΡΑΣΙΜΟΣ ΜΟΝΟΠΡΟΣΩΠΗ ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΗ ΕΠΕ είναι **312.317,09 €**

Κεφάλαιο 6 Συμπέρασμα

1. Χρηματοοικονομική διοίκηση θεωρία & πρακτική Δημήτριος Βασιλείου και Νικόλαος Ηρειώτης - Αθήνα Risili 2008
2. Ανάλυση & αποτίμηση επιχειρήσεων Δημητρίου Χ. Γκίκα, Αφροδίτης Ι. Παπαδάκη, Γεωργίας Σ. Σιουγλέ - Αθήνα Εκδόσεις Γ. Μπένου 2010
3. Εισαγωγή στην χρηματοοικονομική διοικητική Γ.Κ. Φιλιππάτος & ΠΙ. Αθανασόπουλος - Αθήνα Εκδόσεις Παπαζήση 1985
4. Ανάλυση και οι χρήσεις των λογιστικών καταστάσεων Δημητρίου Χ. Γκίκα -Αθήνα Μπένου 2002
5. Εισαγωγή στη χρηματοοικονομική λογιστική Χρήστου Βασ. Ναούμ - 2η έκδοση -Αθήνα [χ.ό.] 1994
6. Ανάλυση χρηματοοικονομικών καταστάσεων της επιχείρησης Δημήτρη Λ. Παπαδόπουλου - 2η έκδ. - Θεσσαλονίκη Παρατηρητής 1986
7. Εισαγωγή στη χρηματοοικονομική λογιστική θεωρητικά & πρακτικά θέματα Αντώνης Α. Παπάς - Αθήνα Γ. Μπένου 2005

Βιβλιογραφία

1. <http://www.doing-business.gr/yphresies/xrhmatooikonomikes-yphresies/apotimhseis>
2. <http://www.euretirio.com/category/greek/alpha>
3. <http://www.gbrconsulting.gr/greek/articles/Business%20Valuations.pdf>
4. <http://www.kathimerini.gr/436330/article/oikonomia/epixeirhseis/swsth-apotimhsh-twn-epixeirhsewn>
5. <http://www.market-risk-premia.com/gr.html>
6. <http://www.kathimerini.gr/131179/article/oikonomia/ellhnikh-oikonomia/h-apotimhsh-twn-epixeirhsewn-einai-episthmh-alla-kai-technh>