



**ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ  
ΙΔΡΥΜΑ ΚΡΗΤΗΣ**

**ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ  
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ**

**ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ ΜΕ ΘΕΜΑ:**

**«ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ -  
ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΜΕΘΟΔΩΝ -  
ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΜΕ 2 ΠΡΑΚΤΙΚΑ ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑΤΑ»**



**ΕΠΙΜΕΛΕΙΑ:**

**ΜΠΟΜΠΑΪ ΓΚΡΙΣΕΛΝΤΑ-ΧΡΙΣΤΙΝΑ ΑΜ 8757 ΠΤΔ  
ΠΑΠΑΧΑΤΖΟΠΟΥΛΟΥ ΕΥΑΓΓΕΛΙΑ ΑΜ 8830 ΠΤΔ**

**ΕΙΣΗΓΗΤΗΣ:**

**ΑΝΔΡΟΥΛΑΚΗΣ ΓΕΩΡΓΙΟΣ**

**Ηράκλειο, 15/05/2014**

---

## **ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ**

---

ΠΡΟΛΟΓΟΣ ..... 6

### **ΜΕΡΟΣ 1<sup>ο</sup>: ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ & ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ**

**ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΓΕΝΙΚΑ ΠΕΡΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ  
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ..... 7**

1.1. Έννοια και Σκοπός της Αποτίμησης ..... 7  
1.2. Σκοπός της Διαδικασίας Αποτίμησης ..... 10  
1.3. Μοντέλα Αποτίμησης - Μύθοι - Εσφαλμένες Θεωρίες σχετικά με τα Μοντέλα  
Αποτίμησης ..... 12

**ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΓΕΝΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ ΤΗΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ  
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ – ΠΕΔΙΑ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ ..... 16**

2.1. Εισαγωγή στις Γενικές Έννοιες της Αποτίμησης ..... 16  
2.2. Ενδιαφερόμενα Μέρη για την Αποτίμηση μιας Επιχείρησης ..... 17  
2.3. Παράγοντες που επηρεάζουν τη Διαδικασία Αποτίμησης ..... 19  
2.4. Πεδία Εφαρμογής Αποτίμησης Εταιρειών ..... 21  
2.5. Στόχοι Αποτίμησης ..... 22  
2.6. Βήματα που ακολουθούν οι ερευνητές για Αντικειμενικές Προβλέψεις ..... 23

**ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ... 25**

3.1. Γενική Εισαγωγή στις Μεθόδους ..... 25  
3.2. Ανάλυση Μεθόδων ..... 27  
3.2.1. Μέθοδοι στηριζόμενοι στα Λογιστικά Δεδομένα ..... 27

3.2.1.1. Λογιστική Αξία .....	28
3.2.1.2. Αναπροσαρμοσμένη Λογιστική Αξία .....	28
3.2.1.3. Αξία Ρευστοποίησης .....	29
3.2.1.4. Αξία Αντικατάστασης .....	29
3.2.2. Μέθοδοι στηριζόμενοι στην Προεξόφληση των Μελλοντικών Ταμιακών Ροών (Discounted Cash Flow Methods) .....	30
3.2.2.1. Εισαγωγή στις Μεθόδους Προεξόφλησης Ταμιακών Ροών .....	30
3.2.2.1.1. Γενική Προσέγγιση Μεθόδου .....	31
3.2.2.1.2. Βασικές Αρχές Μεθόδου .....	32
3.2.2.1.3. Κύριες Κατηγορίες Μεθόδου .....	33
3.2.2.1.4. Βασικά Στάδια Μεθόδου .....	37
3.2.2.2. Μέθοδος Προεξόφλησης Μερισμάτων (Discount Dividend Method) .....	40
3.2.2.2.1. Μοντέλο Σταθερού Μερισματος - Γενικό Μοντέλο Προεξόφλησης Μερισμάτων .....	41
3.2.2.2.2. Μοντέλο Σταθερού Ρυθμού Αύξησης Μερισματος - Μοντέλο Gordon ...	44
3.2.2.2.3. Μοντέλο Προεξόφλησης Μερισμάτων Δύο Σταδίων .....	46
3.2.2.2.4. Υπόδειγμα Η .....	48
3.2.2.2.5. Μοντέλο Προεξόφλησης Μερισμάτων Τριών Σταδίων .....	49
3.2.2.3. Μέθοδος Προεξόφλησης Ελεύθερων Ταμειακών Ροών (Discounted Free Cash Flow Method) .....	51
3.2.2.4. Μέθοδος Προεξόφλησης Υπολειμματικού Εισοδήματος (Discounted Residual Income) .....	57
3.2.2.5. Μέθοδος Προσαρμοσμένης Παρούσας Αξίας (Adjusted Present Value Method) .....	62

3.2.3. Μέθοδοι στηριζόμενοι στους Πολλαπλασιαστές (Multiples Valuation or Comparable Companies' Method) .....	65
3.2.3.1. Βασική Μεθοδολογία Υπολογισμού Πολλαπλασιαστών .....	69
3.2.3.2. Πολλαπλασιαστική Τιμή προς Κέρδη ανά Μετοχή [Price-to-Earnings per Share Multiple (P/E)] .....	70
3.2.3.2.1. Τρόποι Χρήσης των Πληροφοριών από τον Δείκτη P/E .....	72
3.2.3.2.2. Παράγοντες που Επηρεάζουν τον Πολλαπλασιαστική Κερδών .....	74
3.2.3.3. Πολλαπλασιαστική Τιμή προς Κέρδη ανά Μετοχή ανά Ρυθμό Ανάπτυξης [Price-to-Earnings per Share Growth Multiple (PEG)] .....	74
3.2.3.4. Πολλαπλασιαστική Τιμή ανά Πωλήσεις [Price-to-Sales Multiple (P/S)] .....	76
3.2.3.5. Πολλαπλασιαστική Τιμή ανά Λογιστική Αξία [Price-to-Book Value Multiple (P/BV)] .....	77
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΣΦΑΛΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΑΓΙΔΕΣ ΤΗΣ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ</b> .....	80
4.1. Συνηθέστερα Σφάλματα κατά τη Διαδικασία Αποτίμησης .....	80
4.2. Οι Πιθανές Παγίδες Αποτίμησης είναι Εννέα .....	83
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΑΡΘΡΑ ΚΑΙ ΛΟΙΠΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΗ ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ</b> .....	87
5.1. Νομικό Πλαίσιο Φορολογίας Υπεραξίας Μετοχών .....	87
5.1.1. Προσδιορισμός Κατώτατης Τιμής Πώλησης σε Μεταβίβαση Μη Εισηγμένων Μετοχών στο Χρηματιστήριο .....	88
5.1.2. Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων .....	88
5.1.3. Ιδία Κεφάλαια σύμφωνα με το Ε.Γ.Λ.Σ (π.δ. 1123/1980 περ.6 της παρ. 4.2.200).....	88

5.1.4. Ολικά Αποτελέσματα σύμφωνα με το Ε.Γ.Λ.Σ (π.δ. 1123/1980 περ.13 της παρ.4.1.201) .....	89
5.1.5. Διαδικασία Μεταβίβασης Μετοχών Μη Εισηγμένων στο Χρηματιστήριο (άρθρο 79 παρ 4 ν.2238/94) .....	89
5.2. Φορολογική Μεταβίβαση Εισοδήματος από Μεταβίβαση Μετοχών ανά Κατηγορία .....	90
5.2.1. Φόρος Μεταβίβασης Εταιρικού Μεριδίου λόγω Κληρονομιάς, Δωρεάς ή Γονικής Παροχής .....	94
5.2.2. Φόρος Μεταβίβασης Μετοχών Μη Εισηγμένων στο Χρηματιστήριο λόγω Κληρονομιάς, Δωρεάς ή Γονικής Παροχής .....	95
5.2.3. Φόρος Μεταβίβασης Μετοχών Εισηγμένων στο Χρηματιστήριο .....	95
5.2.4. Φορολογικές Υποχρεώσεις που προκύπτουν κατά τη Λύση Α.Ε. και Σύσταση από τους Ίδιους Εταίρους Προσωπικής Εταιρείας .....	96
5.2.5. Μεγάλη Παγίδα του Νέου Φόρου Υπεραξίας Μετοχών (σύμφωνα με άρθρο της Capital) .....	96
5.3. Όροι Μεταβίβασης Ακίνητης Περιουσίας (άρθρο 41 Ν 4172/2013 με ισχύ από 1-1-2014) .....	97

## **ΜΕΡΟΣ 2<sup>ο</sup>: ΠΡΑΚΤΙΚΗ ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑΤΑ ΕΙΣΗΓΜΕΝΗΣ ΚΑΙ ΜΗ ΕΙΣΗΓΜΕΝΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ</b> .....	100
---	-----

6.1. Εταιρεία Εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών – Το Παράδειγμα της Coca-Cola 3E .....	100
---	-----

6.1.1. Γενικά στοιχεία για την εταιρεία Coca-Cola 3E .....	100
6.1.2. Εφαρμογή Μεθόδου Αποτίμησης Υπολειμματικών Ταμειακών Ροών στην Coca-Cola 3E .....	101
6.2. Εταιρεία Μη Εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών – Το Παράδειγμα της ΦΑΙΑΞ Α.Ε.Τ.Α. ....	111
6.2.1. Γενικά στοιχεία για την εταιρεία ΦΑΙΑΞ Α.Ε.Τ.Α. ....	111
6.2.2. Εφαρμογή Μεθόδου Αποτίμησης βάση Λογιστικών Δεδομένων στη ΦΑΙΑΞ Α.Ε.Τ.Α. ....	112
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ .....	118
<b>ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ</b> .....	120
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΕΣ ΠΗΓΕΣ .....	120
ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ ΠΗΓΕΣ .....	122

---

## **ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ ΠΙΝΑΚΩΝ**

---

Πίνακας 1: Πολλαπλασιαστές με Μεγαλύτερη Συχνότητα Χρήσης .....	68
Πίνακας 2: Συγκεντρωτικά οικονομικά στοιχεία για τα έτη 2006-2009 .....	105
Πίνακας 3: Συγκεντρωτικά οικονομικά στοιχεία για τα έτη 2010-2012 .....	106
Πίνακας 4: Ρυθμός Ανάπτυξης Υπολειμματικών Ροών Ετών 2006-2009 .....	109
Πίνακας 5: Ρυθμός Ανάπτυξης Υπολειμματικών Ροών Ετών 2010-2012 .....	110
Πίνακας 6: Απόσπασμα Ισολογισμού της ΦΑΙΑΞ Α.Ε.Τ.Α. την 31/12/2012 .....	113
Πίνακας 7: Αναπροσαρμοσμένος Ισολογισμός της ΦΑΙΑΞ Α.Ε.Τ.Α. την 31/12/2012.....	115

## **ΠΡΟΛΟΓΟΣ**

Η αποτίμηση επιχειρήσεων είναι η αιτία για πολλές αναλύσεις, με αποτέλεσμα να δημιουργηθούν πολλές μέθοδοι αποτίμησης που βασίζονται σε θεμελιώδεις αρχές. Ουσιαστικά είναι μια διαδικασία με κύριο σκοπό την πληροφόρηση της εταιρίας για την αξία της επιχείρησης και την αποτίμηση των μελλοντικών επιπτώσεων των σημερινών αποφάσεων.

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να συγκεντρώσει και να περιγράψει τις σύγχρονες μεθόδους αποτίμησης της αξίας μιας επιχείρησης, καθώς και να αναλύσει τις κυριότερες και πιο συχνά χρησιμοποιούμενες μεθόδους των τελευταίων χρόνων. Η εργασία χωρίζεται σε δυο μέρη, στο πρώτο που είναι η θεωρητική προσέγγιση της αποτίμησης καθώς και των μεθόδων αποτίμησης και στο δεύτερο μέρος που είναι η πρακτική εφαρμογή της αποτίμησης.

Στο πρώτο μέρος παρουσιάζονται κάποιες βασικές έννοιες για την διαδικασία αποτίμησης, οι πιο δημοφιλέστεροι μέθοδοι αποτίμησης καθώς και κάποια γενικά στοιχεία για την εφορία. Συγκεκριμένα, όσον αφορά στις μεθόδους αποτίμησης, αναλύονται εκείνες που βασίζονται σε:

- i. Λογιστικά δεδομένα
- ii. Προεξόφληση μελλοντικών ταμειακών ροών
- iii. Πολλαπλασιαστές

Στο δεύτερο μέρος έχουμε την εφαρμογή της μεθόδου ταμειακών ροών στην εταιρεία Coca-Cola Hellas και την εφαρμογή της μεθόδου λογιστικών δεδομένων στην εταιρεία ΦΑΙΑΞ Α.Ε.Τ.Α.

Η εργασία ολοκληρώνεται με τα γενικά συμπεράσματα για τις μεθόδους μέσα από τα οποία συμπεραίνουμε ότι κάθε διαδικασία προσδιορισμού της αξίας της επιχείρησης είναι υποκειμενική και ότι τα συμπεράσματα που προκύπτουν διαφέρουν ανάλογα με την κρίση του κάθε επενδυτή.

## ΜΕΡΟΣ 1<sup>ο</sup>:

# ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ & ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

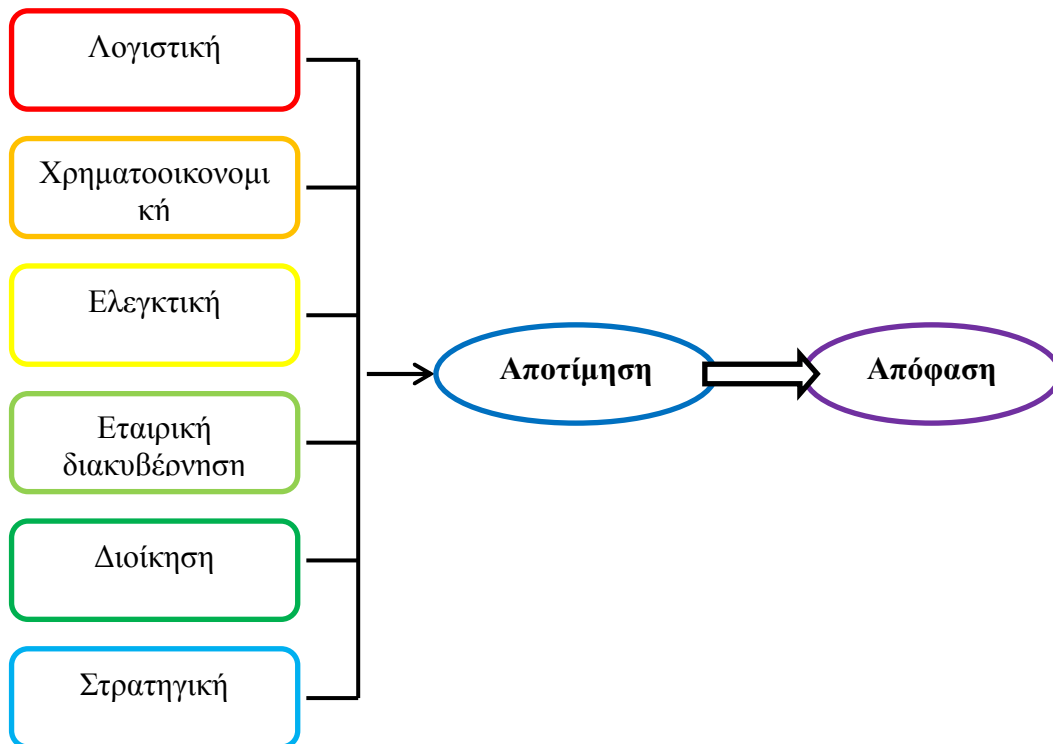
## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΓΕΝΙΚΑ ΠΕΡΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

### 1.1. Έννοια και Σκοπός της Αποτίμησης

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. Σύμφωνα με τον κύριο Θ. Λαζαρίδη, «Τεχνική είναι το σύνολο των μεθόδων και κανόνων με τους οποίους επιτυγχάνεται συγκεκριμένο αποτέλεσμα καθώς και η ικανότητα της χρήσης των μεθόδων αυτών, ενώ Επιστήμη είναι το σύνολο των συστηματικών γνώσεων που αναφέρονται σε ορισμένο κύκλο φαινομένων». Για να καταφέρουμε όμως να φτάσουμε σε ένα επιθυμητό αποτέλεσμα, θα πρέπει να υπάρξει σωστός συνδυασμός τεχνικής και επιστήμης, καθώς για να είναι όσο γίνεται πιο ακριβές ένα αποτέλεσμα είναι αναγκαίο να αξιοποιηθούν τα λογιστικά δεδομένα αλλά και οι προβλέψεις που κάνει η κάθε επιχείρηση.



### Ο ρόλος των εσωτερικών διεργασιών στη διαδικασία αποτίμησης



Σα βασική οικονομική αρχή θεωρείται η αξία μιας επιχειρηματικής μονάδας, η οποία εξαρτάται από τις μελλοντικές βλέψεις που έχουν οι επενδυτές πάνω στο εάν τα κέρδη υπερβαίνουν ή όχι το κόστος των κεφαλαίων τους καθώς και την πορεία της μετοχής της εταιρείας, εάν είναι δηλαδή υπερτιμημένη, υποτιμημένη ή αντανακλά με σχετική ακρίβεια την αξία της επιχείρησης. Κάθε εταιρεία έχει σαν σκοπό να μεγιστοποιήσει την συνολική αξία της, δηλαδή τα κέρδη της και συγχρόνως τον πλούτο των μετόχων. Αυτό γίνεται μέσα από την σωστή αξιοποίηση των πόρων της αλλά και από την ικανότητά της να προσφέρει μια ελκυστική απόδοση ανάλογα με τις απαιτήσεις της. Κάθε επιχείρηση εκτιμάει την αξία μιας επιχειρηματικής μονάδας με διαφορετικό τρόπο ανάλογα την περίπτωση. Γενικά οι τρόποι για τον προσδιορισμό της αξίας μιας επιχείρησης είναι:

- Ονομαστική αξία (Nominal Value): είναι το μετοχικό κεφάλαιο της κάθε επιχείρησης
- Λογιστική αξία (Book Value): είναι το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων (δηλαδή μετοχικό κεφάλαιο, επιχορηγήσεις επενδύσεων, αποθεματικά κεφάλαια,

αναπροσαρμογές της αξίας και των πάγιων στοιχείων ενεργητικού καθώς και τα αποτελέσματα προηγούμενων χρήσεων)

- Αξία ρευστοποίησης (Liquidation Value): η καθαρή αξία των περιουσιακών στοιχείων της κάθε επιχείρησης έτσι ώστε να μπορούν να πωληθούν ξεχωριστά
- Αξία ως Ενεργού Οικονομικού Οργανισμού (Going Concern Value): η συγκεκριμένη αξία στηρίζεται στην προϋπόθεση ότι υπάρχει μια συνεχής δραστηριότητα της επιχειρηματικής μονάδας
- Χρηματιστηριακή Αξία (Market Value): χρησιμοποιείται από τις εταιρείες που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο
- Εσωτερική ή Πραγματική Αξία (Intrinsic or Fair Value): η συγκεκριμένη αξία προέρχεται από προβλέψεις για τα περιουσιακά στοιχεία, τα κέρδη καθώς και τα μερίσματα, για τον λόγο αυτό από χρόνο σε χρόνο μεταβάλλεται η «πραγματική αξία»

Σύμφωνα με τους οικονομικούς αναλυτές, για να θεωρήσουμε ότι έχουμε πάρει μια επιτυχημένη απόφαση για επένδυση, θα πρέπει να κατανοήσουμε το τι ακριβώς είναι η «αξία» καθώς και τις «πηγές της αξίας».

Σαν «**αξία της επιχείρησης**» ορίζεται το σύνολο των μετοχικών κεφαλαίων που έχει η κάθε επιχείρηση σε συνδυασμό με τις ικανότητες και τις μελλοντικές αποδόσεις της, έτσι ώστε να μεγιστοποιήσει τα κέρδη της. Πολλές φορές μπερδεύουμε την «αξία της επιχείρησης» με την «τιμή της επιχείρησης» για αυτό προσδιορίζουμε ότι η «**τιμή της επιχείρησης**» θεωρείται το ποσό με το οποίο έχει συμφωνηθεί μεταξύ του αγοραστή και του πωλητή κατά την διάρκεια πώλησης ή μεταβίβασης ή εξαγοράς ή συγχώνευσης μιας επιχείρησης.

Ως γενική έννοια, σύμφωνα με τον Paley Healy & Bernard, ορίζεται ότι «**η αποτίμηση** (valuation) είναι η διαδικασία μετατροπής των προβλέψεων σε μια εκτίμηση για την αξία της επιχείρησης ή ενός συγκεκριμένου περιουσιακού στοιχείου της». Η κάθε αποτίμηση δεν είναι αντικειμενική καθώς η αξία που υπολογίζεται

αποτελεί μια προσέγγιση της πραγματικής αξίας της επιχείρησης σύμφωνα πάντα με τις βλέψεις του κάθε αναλυτή.

Τα τελευταία χρόνια έχει παρουσιασθεί μια μεγάλη ποικιλία μεθόδων αποτίμησης καθώς η κάθε εταιρεία έχει αναπτύξει το δικό της μοντέλο αποτίμησης. Στο σύνολό τους οι μέθοδοι καλύπτουν ορισμένες πλευρές της πραγματικότητας για την κάθε επιχείρηση καθώς συχνά υπάρχουν κάποιες αλλαγές (τροποποιήσεις – συγχωνεύσεις – εξαγορές) αλλά παρόλα αυτά πολλές φορές μπορούν και παρουσιάζουν μεταξύ τους αρκετές ομοιότητες. Πολλοί αναλυτές πιστεύουν ότι καμιά από τις μεθόδους δεν πρέπει να θεωρείται επικρατέστερη, καθώς τις περισσότερες φορές λόγω των πλεονεκτημάτων και των μειονεκτημάτων, θα πρέπει να εξετάζονται παράλληλα και να συγκρίνονται τα τελικά αποτελέσματα έτσι ώστε να έχουν όσο γίνεται καλύτερη προσέγγιση της πραγματικής αξίας της κάθε επιχείρησης ανάλογα πάντα με την περίπτωση.

Σύμφωνα με τους Palepu Healy & Bernard, οι σημαντικότεροι τομείς εφαρμογής της αποτίμησης είναι:

- Επενδυτικές προτάσεις αναλυτών
- Επιλογή άριστης κεφαλαιακής διάρθρωσης
- Εξαγορές, συγχωνεύσεις, ipos
- Διαμόρφωση στρατηγικής
- Σημαντική πηγή πληροφόρησης

## **1.2. Σκοπός της Διαδικασίας Αποτίμησης**

Σκοπός της διαδικασίας της αποτίμησης είναι η υπερτίμηση και υποτίμηση των μετοχών για τον εντοπισμό κάποιων επενδυτικών ευκαιριών. Κατά τη διαδικασία της αποτίμησης, οι ενδιαφερόμενοι οδηγούνται σε εξαγωγή συμπερασμάτων για τις προσδοκίες της κάθε αγοράς όσον αφορά την μελλοντική προοπτική βιωσιμότητας

και κερδοφορίας μιας επιχείρησης, μέσα από κάποιες συγκρίσεις των θεμελιωδών στοιχείων της αλλά και με τη δημιουργία κάποιων σημείων αναφοράς.

Η διαδικασία της αποτίμησης αποτελεί ένα σημαντικό εργαλείο για την αξιολόγηση επιχειρηματικών γεγονότων, όσον αφορά διάφορες επιδράσεις στην αξία των επιχειρήσεων που προέρχονται ή προβαίνουν σε εξαγορές και συγχωνεύσεις. Μέσα από τις τεχνικές της αποτίμησης, αξιολογούνται και αναλύονται οι στρατηγικές της κάθε εταιρείας και υπάρχει συνεχής επικοινωνία μεταξύ των προσώπων της Διοίκησης, των μετόχων και των αναλυτών. Από τον διάλογο και την εφαρμογή της κατάλληλης μεθόδου, αποτιμούνται σωστά οι μετοχές των εταιρειών οι οποίες δεν διαπραγματεύονται δημόσια στο χρηματιστήριο.

Κάθε διαδικασία αποτίμησης αποτελεί μια αντικειμενική έρευνα για τον προσδιορισμό της αξίας κάποιου περιουσιακού στοιχείου. Σε γενικό βαθμό όλες οι μέθοδοι αποτίμησης είναι μεροληπτικές ανάλογα τον σκοπό για τον οποίο εκτελούνται. Όσο πιο απλή είναι μια μέθοδος, τόσο πιο πραγματικό θα είναι το αποτέλεσμα της και σαν καλύτερο θεωρείται ότι είναι αυτό που έχει την μικρότερη ακρίβεια.

Μία διαδικασία αποτίμησης περιλαμβάνει τα παρακάτω στάδια:

1. Κατανόηση και πλήρης ενημέρωση για το αντικείμενο της επιχείρησης. Κάθε αναλυτής θα πρέπει να γνωρίζει τις λειτουργίες, την οργάνωση, τους στόχους για κερδοφορία καθώς και τις αδυναμίες της επιχείρησης.
2. Προβλέψεις για τις μελλοντικές επιδόσεις της επιχείρησης. Σε αυτό το στάδιο, ο αναλυτής, χρησιμοποιώντας τα στοιχεία που έχει άρει από το προηγούμενο στάδιο και σε συνδυασμό με τις επιχειρηματικές κινήσεις της διοίκησης, κάνει κάποιες προβλέψεις για το μέλλον της επιχείρησης, το πώς θα είναι δηλαδή μετά από 10-15 χρόνια.
3. Επιλογή του κατάλληλου μοντέλου. Μετά την ανάλυση του αντικειμένου της επιχείρησης και τις μελλοντικές προβλέψεις, ο αναλυτής θα πρέπει να επιλέξει ένα μοντέλο αποτίμησης ανάλογα με τις συνθήκες που επικρατούν στην επιχείρηση και με σκοπό βέβαια το κέρδος της.

4. Εφαρμογή των προβλέψεων για την έναρξη της αποτίμησης. Μετά την επιλογή της μεθόδου, ο αναλυτής προχωρά στην εφαρμογή τους και προσπαθεί να τις ξεχωρίσει ανάλογα με το αντικείμενό τους και προσπαθεί να φτάσει στο τελικό αποτέλεσμα.
5. Επενδυτική απόφαση. Είναι το τελικό στάδιο στο οποίο ερμηνεύεται το αποτέλεσμα της διαδικασίας και βγαίνουν τα τελικά συμπεράσματα σύμφωνα με τα οποία λαμβάνεται η επενδυτική απόφαση.

Οι βασικότεροι λόγοι που γίνεται η αποτίμηση μίας επιχείρησης είναι οι εξής:

- Για τις επιχειρήσεις που δεν είναι εισηγμένες δεν υπάρχει η έννοια της αποτελεσματικότητας της αγοράς για αυτό είναι δύσκολο να προσδιοριστεί η αξία τους.
- Στην περίπτωση πώλησης μιας επιχείρησης, για συγχώνευση-αγορά, θα πρέπει να προσδιοριστεί η αξία της επιχείρησης προκειμένου να προσδιοριστεί ότι τιμή πώλησης θα είναι απόλυτα αντιπροσωπευτική της αξίας και συμφέρουσα.
- Η αποτίμηση διευκολύνει σημαντικά τον επιχειρησιακό σχεδιασμό.
- Προσδιορίζονται οι αμοιβές των στελεχών και των μελών της επιχείρησης που συνδέονται με την αξία της επιχείρησης χωρίς να υπάρχουν υπερβολές για το μέλλον.
- Είναι ο κύριος παράγοντας για την προσέλκυση κεφαλαίου.

### **1.3. Μοντέλα Αποτίμησης - Μύθοι - Εσφαλμένες Θεωρίες σχετικά με τα Μοντέλα Αποτίμησης**

Με το πέρασμα των χρόνων έχουν δημιουργεί πολλές εσφαλμένες αντιλήψεις για τα μοντέλα αποτίμησης και τα αποτελέσματά τους. Από τις σημαντικότερες είναι οι ακόλουθες:

- Οι μέθοδοι αποτίμησης είναι κατ' ουσία μαθηματικά μοντέλα και ουσιαστικά η αντικειμενικότητα της αποτίμησης στηρίζεται σε αυτό. Αν και είναι

ποσοτικά τα μοντέλα, τα δεδομένα που χρησιμοποιούνται έχουν στοιχεία υποκειμενικότητας. Η τελική αξία που προσδιορίζεται βάση των μοντέλων είναι επηρεασμένη από προκαταλήψεις και θεωρήσεις των εκτιμητών. Σε πολλές περιπτώσεις ο καθορισμός της τιμής έχει γίνει πριν την αποτίμηση. Για την αποφυγή λοιπόν των λαθών της εφαρμογής του μοντέλου θα μπορούσαν οι εκτιμητές να περιορίσουν τις προκαταλήψεις, αυτό όμως δεν είναι εφικτό καθώς οι προκαταλήψεις, οι αναλύσεις και οι απόψεις προέρχονται από το εξωτερικό περιβάλλον που επιδρά άμεσα στη διαδικασία της αποτίμησης. Η διαδικασία της αποτίμησης πολλές φορές έχει σαν στόχο την ικανοποίηση και την εξυπηρέτηση συμφερόντων και αποφάσεων που έχουν προκαθοριστεί.

- Κάθε αποτίμηση που έχει τεκμηριωθεί και διεξαχθεί σωστά είναι διαχρονική (timeless). Κάθε αξία που υπολογίζεται βασίζεται σε πληροφορίες που αφορούν την εταιρεία και τον κλάδο που δραστηριοποιείται. Οι πληροφορίες αυτές δεν είναι στάσιμες αλλά υπάρχει συνεχής ροή, αυτό σημαίνει ότι η αποτίμηση της επιχείρησης απαξιώνεται πολύ γρήγορα, και πρέπει να ανανεώνεται συνεχώς για να περιέχει την τρέχουσα πληροφόρηση. Η πληροφόρηση αυτή μπορεί να επηρεάσει όχι μόνο την εταιρεία όσον αφορά στις μελλοντικές προσδοκίες αλλά και έναν κλάδο ολόκληρο. Μόνο η αναφορά σχετίζεται αποκλειστικά με την επιχείρηση αφού δείχνει την τρέχουσα οικονομική επίδοση της εταιρείας αλλά και το επιχειρηματικό μοντέλο που ακολουθεί. Τέλος οποιαδήποτε αλλαγή στα δεδομένα της αποτίμησης μιας επιχείρησης σε κάποιες περιπτώσεις αντιμετωπίζεται ως πρόβλημα για αυτό και ζητείται από τους αναλυτές να υπάρχει επαρκής τεκμηρίωση της αλλαγής.
- Η ορθή αποτίμηση παρέχει ακριβή εκτίμηση της αξίας. Οι αναλυτές συμφωνούν ότι ακόμα και η πιο προσεκτική και λεπτομερής αποτίμηση εμπεριέχει αβεβαιότητα ως προς τα αποτελέσματα, αφού χρησιμοποιούνται οι υποθέσεις των εκτιμητών για την μελλοντική κατάσταση της επιχείρησης. Σύμφωνα με τον Damodaran, δεν πρέπει κανείς να περιμένει ή να απαιτεί την απόλυτη εγκυρότητα των αποτελεσμάτων μιας αποτίμησης, αντίθετα θα πρέπει να έχει υπόψη του ένα περιθώριο λάθους και ότι η εγκυρότητα είναι ανάλογη με την περίπτωση. Σαν γενικός κανόνας ισχύει ότι ο προσδιορισμός

της αξίας ώριμων εταιρειών είναι ευκολότερος σε σχέση με τις αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις και δυσκολότερος στις πολύ νέες εταιρείες.

- Η αποτίμηση είναι καλύτερη όταν το μοντέλο είναι πιο ποσοτικό. Γενικά πιστεύεται, αν και δεν ευσταθεί απόλυτα, ότι όταν ένα μοντέλο είναι ολοκληρωμένο ή σύνθετο, τότε και τα αποτελέσματά του θα είναι πιο αξιόπιστα. Η αντίληψη αυτή δεν είναι απόλυτα σωστή γιατί όταν αυξάνεται ο βαθμός πολυπλοκότητας των μοντέλων, αυξάνεται και ο αριθμός των στοιχείων για υπολογισμό, οπότε έχουμε αύξηση και του κινδύνου για λάθη.
- Το οικονομικό όφελος που προκύπτει από την αποτίμηση στηρίζεται στην υπόθεση ότι οι αγορές είναι αναποτελεσματικές. Με βάση τον Damodaran οι επενδυτές που πιστεύουν ότι οι αγορές λειτουργούν αποτελεσματικά, αναγνωρίζουν την αξία της αποτίμησης, όταν για παράδειγμα θέλουν να προσδιορίσουν τις συνέπειες μιας αλλαγής στον τρόπο λειτουργίας της επιχείρησης ή να κατανοήσουν τους λόγους για τους οποίους οι τιμές στην αγορά αλλάζουν διαχρονικά. Επιπλέον δεν προσπαθούν να εντοπίσουν τις μετοχές που είναι υποτιμημένες ή υπερτιμημένες, έτσι δε φαίνεται πως οι αγορές θα γίνουν αποτελεσματικές. Άρα προϋπόθεση για την επίτευξη της αποτελεσματικότητας είναι η αγορά ή πώληση μετοχών με βάση ότι τα λάθη των αγορών θα διορθωθούν διότι έτσι δημιουργούνται οφέλη για τους επενδυτές. Τέλος, έχουμε τα εξής συμπεράσματα: πρώτον, αν μια μετοχή φαίνεται πάρα πολύ καλή πιθανόν να μην είναι. Δεύτερον, όταν η αξία μιας επιχείρησης διαφέρει από την χρηματιστηριακή της αξία, θα πρέπει να επαναληφθούν οι ισχυρισμοί πριν καταλήξουμε στο εάν η μετοχή είναι υποτιμημένη ή υπερτιμημένη.
- Σημασία έχει το αποτέλεσμα της αποτίμησης και όχι η διαδικασία της. Το να ενδιαφερόμαστε μόνο για το αποτέλεσμα, τον προσδιορισμό της αξίας της επιχείρησης και το κατά πόσο αυτή είναι υπερτιμημένη ή υποτιμημένη, υποσκελίζει την ίδια την διαδικασία. Αυτό δεν πρέπει να συμβαίνει γιατί μέσα από την διαδικασία προσδιορίζονται οι καθοριστικοί παράγοντες της αξίας της αποτίμησης.

Ο διάσημος Damodaran (2002) τονίζει τρία βασικά σημεία τα οποία θα πρέπει να ισχύουν σε όλα τα μοντέλα αποτίμησης:

- i. Είναι άσκοπη η χρήση στοιχείων που δεν είναι απαραίτητα για την αποτίμηση μιας επιχείρησης.
- ii. Υπάρχει σχέση ανταλλαγής ανάμεσα στα οφέλη του προκύπτουν όταν συμπεριλαμβάνονται λεπτομέρειες στα μοντέλα αποτίμησης και του κόστους σφαλμάτων των αποτελεσμάτων που χρησιμοποιούν τις πληροφορίες.
- iii. Στην πραγματικότητα την αποτίμηση δεν την κάνουν τα μοντέλα αλλά οι αναλυτές. Με άλλα λόγια, σε μια εποχή που χαρακτηρίζεται από σωρεία πληροφοριών, ο διαχωρισμός των πληροφοριών εκείνων που είναι ουσιώδεις για την αποτίμηση μιας επιχείρησης είναι σχεδόν εξίσου σημαντικός με την επιλογή της τεχνικής και του μοντέλου για την ολοκλήρωσή της.



## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΓΕΝΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ ΤΗΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ – ΠΕΔΙΑ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ**

### **2.1. Εισαγωγή στις Γενικές Έννοιες της Αποτίμησης**

Η αξία μιας επιχείρησης καθορίζεται από την ικανότητα της να επιτυγχάνει μια απόδοση με βάση τα κεφάλαια και τα κέρδη που έχει. Η κάθε αξία επιχείρησης είναι διαφορετική μεταξύ των αγοραστών αλλά και μεταξύ αγοραστή και πωλητή. Πολλές φορές μπερδεύουμε την «αξία» με την «τιμή» μιας επιχείρησης, όπως είδαμε όμως από τους ορισμούς που έχουν αναφερθεί προηγουμένως, πρόκειται για δύο διαφορετικές έννοιες. Η διαφορά μεταξύ της αξίας και της τιμής μιας επιχείρησης μπορεί να οφείλεται σε διάφορους λόγους.

Εξαιτίας της ύπαρξης διαφορετικών αντιλήψεων σχετικά με τον κλάδο που δραστηριοποιείται η κάθε επιχείρηση, αλλά και λόγω της οικονομικής άνεσης που έχει η κάθε μια, διαπιστώνεται ότι διαφοροποιείτε η αξία μιας επιχείρησης ανάλογα με τον αγοραστή της. Στις μέρες μας βλέπουμε ότι πολλές μεγάλες επιχειρήσεις αποφασίζουν να αγοράσουν άλλες μικρότερες. Η επιχείρηση που αποφασίζει να εξαγοράσει μια τοπική επιχείρηση εκτιμά μόνο την αξία που έχουν τα εμπορικά σήματα και όχι τις εγκαταστάσεις και τον εξοπλισμό που διαθέτει η τοπική επιχείρηση. Αντίθετα η τοπική επιχείρηση θα εκτιμήσει τις εγκαταστάσεις και τα μηχανήματα που διαθέτει αφού αυτά θα μπορέσουν να συνεχίσουν να παράγουν προϊόντα.

Σε μια αγορά σκοπός του αγοραστή είναι να προσδιορίσει από την αρχή την μέγιστη αξία που μπορεί και είναι διατεθειμένος να πληρώσει για την εξαγορά της τοπικής επιχείρησης. Ενώ από την άλλη ο πωλητής προσπαθεί να προσδιορίσει την ελάχιστη αξία για την οποία είναι διατεθειμένος να αποδεχτεί την εξαγορά αφού πρώτα πολλές φορές ελέγξει την οικονομική κατάσταση του αγοραστή. Ουσιαστικά σε όλες τις εξαγορές οι βασικοί παράγοντες για την διαμόρφωση του τελικού χρηματικού

ανταλλάγματος είναι ο προσδιορισμός της αξίας από την μεριά του αγοραστή και του πωλητή.

Οι βασικοί εξωτερικοί παράγοντες που επηρεάζουν την αξία της επιχείρησης είναι: ο πληθωρισμός, η ρευστότητα της αγοράς καθώς και τα επιτόκια, όπου κοινό τους στοιχείο είναι ότι συνδέονται άμεσα και σχηματίζουν τις προσδοκίες των ενδιαφερομένων μερών.

## **2.2. Ενδιαφερόμενα Μέρη για την Αποτίμηση μιας Επιχείρησης**

Μέσα από την αποτίμηση βλέπουμε συγκριτικά το οικονομικό στάδιο στο οποίο βρίσκεται η εταιρεία ανάλογα τον κλάδο που δραστηριοποιείται και βοηθάει στο να παρθούν σημαντικές αποφάσεις για το μέλλον της. Σε κάθε αποτίμηση μιας επιχείρησης υπάρχουν αρκετές ενδιαφερόμενες ομάδες οι οποίες αντιλαμβάνονται διαφορετικά τις πληροφορίες που παρέχει η αποτίμηση. Οι πληροφορίες είναι διαφορετικές ανάλογα τον ενδιαφερόμενο ο οποίος παίρνει και τις ανάλογες συμφέρουσες για εκείνον αποφάσεις. Οι ενδιαφερόμενοι χωρίζονται στις εξής κατηγορίες:

- Ο ίδιος ο επιχειρηματίας ζητάει την πληροφόρηση της αποτίμησης που θα του καθορίσει την μελλοντική πορεία της εταιρείας με συγκεκριμένες στρατηγικές. Η αποτίμηση μπορεί να δείξει την θέση της εταιρείας σε σύγκριση με άλλες του ίδιου κλάδου που δραστηριοποιείται οπότε ο επιχειρηματίας μπορεί να πάρει τις ανάλογες αποφάσεις.
- Τα διοικητικά στελέχη βλέπουν μια εσωτερική εικόνα από την εταιρία συνολικά και τμηματικά. Στην συνέχεια μπορούν να δημιουργήσουν στρατηγική που θα ακολουθήσουν είτε γενική είτε ανά τμήμα. Όσον αφορά τα τμήματα τα στελέχη μπορούν να δουν και να κρίνουν ποια τμήματα λειτουργούν σωστά και συμμετέχουν στο κέρδος της εταιρείας και ποια όχι. Στην πορεία αποφασίζουν για τον προϋπολογισμό του κάθε τμήματος αλλά και για τις πιθανόν μελλοντικές αυξήσεις ή μειώσεις στους μισθούς των εργαζομένων.

- Οι εργαζόμενοι βλέποντας την οικονομική κατάσταση της επιχείρησης, μπορούν να αισθάνονται πιο ασφαλείς. Κρίνουν εάν μπορούν να ζητήσουν αύξηση στον μισθό τους ή επιπλέον παροχές κατά την διάρκεια της εργασίας τους και βλέπουν το μέλλον της εταιρείας, εάν θα υπάρξει καθυστέρηση στην αμοιβή τους ή ακόμα και κατάρρευση της ίδιας της εταιρείας. Επιπλέον, άτομα που σκόπευαν να εργαστούν στην εταιρεία, μέσα από την αποτίμηση, βλέπουν τη φερεγγυότητα της, τις δυνατότητες αλλά και τις παροχές που τους προσφέρει. Ανάλογα τις πληροφορίες, κρίνουν εάν τελικά θα εργαστούν όχι.
- Οι δανειστές, με τις πληροφορίες που λαμβάνουν βλέπουν την συνολική αξία της επιχείρησης, οπότε παίρνουν τις απαραίτητες εγγυήσεις για την ύπαρξη δανεισμού και καθορίζουν την φερεγγυότητα της επιχείρησης. Ανάλογα το αποτέλεσμα της αποτίμησης, διαφοροποιείται το επιτόκιο δανεισμού, το ύψος δανείου και οι όροι για την πληρωμή του.
- Οι προμηθευτές χρησιμοποιούν τις πληροφορίες για να προσδιορίσουν την στρατηγική πίστωσης.
- Οι μέτοχοι χρησιμοποιούν τις πληροφορίες με σκοπό να δουν εάν τους συμφέρει να επενδύσουν στην εταιρεία. Επιπλέον προσπαθούν να προβλέψουν την πορεία των μετοχών τους στην εταιρεία και το εάν είναι σωστή η στρατηγική της εταιρείας για το μέλλον.
- Οι λογιστές από την μεριά τους προσπαθούν με τις πληροφορίες που θα πάρουν να τις χρησιμοποιήσουν με τέτοιο τρόπο ώστε να αυξάνεται πάντα η αξία της εταιρείας.
- Οι ελεγκτές ανάλογα εάν είναι εσωτερικοί ή εξωτερικοί αξιοποιούν διαφορετικά τις πληροφορίες. Οι εσωτερικοί προσπαθούν να προσδιορίζουν πάντα τους στόχους και τους σκοπούς του κάθε τμήματος καθώς και να τα συγκρίνουν μεταξύ τους. Από την άλλη πλευρά οι εξωτερικοί ελεγκτές μαζί με τους συμβούλους προσπαθούν να προστατέψουν το επενδυτικό κοινό.
- Η επιτροπή κεφαλαιαγοράς ελέγχει εάν η εταιρεία είναι φερέγγυα και εάν μπορεί να εισαχθεί στο Χρηματιστήριο αξιών. Επίσης προσδιορίζει την τιμή της μετοχής στην αγορά.

- Η εφορία ελέγχει τα αποτελέσματα και προσδιορίζει την φορολογητέα ύλη και την αξία εκκαθάρισης.

Ο κάθε ενδιαφερόμενος αντιλαμβάνεται διαφορετικά την αξία της επιχείρησης και δεν χρησιμοποιούν όλοι τα ίδια στοιχεία. Ανάλογα με την αξία διαμορφώνεται και η συμπεριφορά τους απέναντι στην ίδια την επιχείρηση.

### **2.3. Παράγοντες που επηρεάζουν τη Διαδικασία Αποτίμησης**

Η διαδικασία της αποτίμησης είναι μια αρκετά πολύπλοκη διαδικασία και αυτό κατά κάποιον τρόπο οφείλεται στους διάφορους παράγοντες που την επηρεάζουν, όπου είναι οι εξής:

- Ο ρυθμός ανάπτυξης της κάθε εταιρείας αποτελεί ίσως τον βασικότερο παράγοντα για την αποτίμησή της. Το πόσο γρήγορα αναπτύσσεται μια εταιρεία μπορεί να οφείλεται σε διάφορες στρατηγικές που έχουν εφεύρει τα μέλη της εταιρείας καθώς και στην εκμετάλλευση διαφόρων ευκαιριών που κατά καιρούς εμφανίστηκαν προς όφελος της εταιρείας. Για να καταφέρει μια επιχείρηση να συνεχίσει να αναπτύσσεται με τον ίδιο, ίσως και με γρηγορότερο ρυθμό, θα πρέπει να συνεχιστεί η ίδια στρατηγική, να διορθωθούν λάθη που ίσως να υπήρχαν καθώς και να αντιμετωπιστούν έγκαιρα πιθανές απειλές ή αδυναμίες που μπορεί να εμφανιστούν.
- Η συνολική ή τμηματική αποτίμηση είναι ο λόγος που ο μελετητής αντιμετωπίζει προβλήματα. Ο κάθε μελετητής επιλέγει ποια μέθοδο θα χρησιμοποιήσει για να αποτιμήσει την επιχείρηση τόσο στο σύνολο της, όσο και στα τμήματά της. Επειδή όμως πρέπει να ελέγξει και να αξιολογήσει τις προηγούμενες αποτιμήσεις, την κατάσταση στην οποία βρίσκεται την δεδομένη περίοδο η επιχείρηση καθώς και το περιβάλλον της, θα δυσκολευτεί και ίσως να μην καταφέρει να χωρίσει σωστά τα τμήματα, όποτε το αποτέλεσμα που θα βγάλει δεν θα είναι σωστό.
- Οι προσδοκίες της επιχείρησης ουσιαστικά αποτελούν τις προβλέψεις που έχει κάνει η επιχείρηση για το μέλλον. Τα στελέχη έχουν σαν κοινό σκοπό τη

μεγιστοποίηση της επιχείρησης για αυτό και στις προβλέψεις τους χρησιμοποιούν μεθόδους που θα τεκμηριώνουν τις αποφάσεις τους και θα αποφεύγουν λάθη που θα βλάψουν την ίδια την επιχείρηση. Κάποιοι τρόποι από τους οποίους επηρεάζεται η αποτίμηση είναι:

- Η τιμή της μετοχής
  - Οι αποφάσεις και ο χρόνος επένδυσης
  - Η στρατηγική και οι λειτουργικές δραστηριότητες της επιχείρησης
- Όπως έχει ήδη αναφερθεί οι αποτιμήσεις είναι μεροληπτικές. Για να υπάρξει όσο γίνεται πιο σωστό αποτέλεσμα, θα πρέπει το πρόσωπο που θα αναλάβει τη μελέτη για την διεξαγωγή της αποτίμησης, να είναι ανεξάρτητο με την εταιρεία, έτσι ώστε να έχει μια αντικειμενική άποψη. Ο μελετητής θα χρησιμοποιήσει σίγουρα δυο μεθόδους αποτίμησης, ώστε το αποτέλεσμα να είναι όσο γίνεται πιο αντικειμενικό. Οι μέθοδοι που θα επιλεγθούν να χρησιμοποιηθούν μπορεί να είναι είτε πολύπλοκοι είτε απλοί, αυτό που έχει σημασία είναι να βγει ένα αποτέλεσμα χωρίς λάθη. Υπάρχει η περίπτωση να υπάρξουν κάποια λάθη, αυτό βέβαια συμβαίνει κυρίως στις μεθόδους που στηρίζονται σε μελλοντικές προβλέψεις.
  - Η χρονική διάρκεια ύπαρξης μιας εταιρείας επηρεάζει άμεσα την αποτίμηση. Όταν μια εταιρεία διανύει τα πρώτα χρόνια της ύπαρξής της, έχει περισσότερες ζημιές από ότι κέρδος. Αυτό οφείλεται στην απειρία των μελών της επιχείρησης, είτε στις λάθος προβλέψεις που έχουν κάνει, είτε σε ζημιές που έχουν υπάρξει από το γεγονός ότι δεν έχουν αποσβεστεί σωστά τα αντικείμενα που έχει στην κατοχή της η εταιρεία, καθώς και στην έλλειψη παρελθοντικών στοιχείων από προηγούμενες αποτιμήσεις.
  - Η πρόβλεψη για την μελλοντική ύπαρξη της εταιρείας. Κατά την διάρκεια της αποτίμησης γίνονται κάποιες προβλέψεις για το μέλλον της εταιρείας. Οι προβλέψεις αυτές αφορούν κέρδη αλλά και δαπάνες που πιθανόν να υπάρξουν. Έτσι η διοίκηση της εταιρείας μπαίνει στην διαδικασία

αξιολόγησης των προβλέψεων για να δει εάν θα καταφέρουν τα κέρδη που θα έχει να καλύψουν τις μελλοντικές ζημιές που πιθανόν να υπάρξουν.

- Η οικονομική κρίση φυσικά επηρεάζει άμεσα την αποτίμηση καθώς κατά την διάρκειά της αλλάζει η οικονομική εικόνα της επιχείρησης. Υπάρχει συχνή αυξομείωση των κερδών της επιχείρησης καθώς οι αγοροπωλησίες που γίνονται δεν είναι αντικειμενικές. Λόγω στο ότι ο κόσμος δεν έχει χρήματα δεν αξιολογείται σωστά η αξία μιας επιχείρησης οπότε δεν είναι αντικειμενικά τα κέρδη από μια αγοροπωλησία.
- Η σωστή επιλογή των κατάλληλων εταιρειών για σύγκριση αποτελεί ακόμα έναν παράγοντα που επηρεάζει την αποτίμηση. Η σύγκριση εταιρειών πρέπει να γίνει ανάμεσα σε εταιρείες που δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο και τα στοιχεία που θα χρησιμοποιηθούν θα πρέπει να είναι περίπου τα ίδια έτσι ώστε να γίνει όσο το δυνατόν πιο αντικειμενική η σύγκριση.

## 2.4. Πεδία Εφαρμογής Αποτίμησης Εταιρειών

Η αποτίμηση των επιχειρήσεων έχει ένα μεγάλο πεδίο εφαρμογών, όπου αλλάζει ανάλογα με τον ενδιαφερόμενο και τον σκοπό της. Γενικά κάποια πεδία εφαρμογής της αποτίμησης των εταιρειών είναι:

- ✓ Εξαγορές & Συγχωνεύσεις: η αποτίμηση βοηθάει τον ενδιαφερόμενο να αξιολογήσει την αξία της εταιρείας και να κάνει μια προσφορά για την αγορά της. Η εταιρεία ωστόσο θα προσδιορίσει την αξία της και θα αποφασίσει εάν τελικά δέχεται την προσφορά του ενδιαφερόμενου. Πριν γίνει ο προσδιορισμός της τιμής για την εξαγορά, ο ενδιαφερόμενος αλλά και η εταιρεία μπαίνουν στην διαδικασία να ελέγξουν τις συνέπειες της συνέργειας από την αλλαγή διαχείρισης και τις αναδιοργανώσεις της εταιρείας, καθώς και τις προκαταλήψεις που έχει ο κάθε ένας για την αντικειμενικότητα τόσο της τιμής όσο και της αξίας.
- ✓ Διαχείριση χαρτοφυλακίου: σύμφωνα με την άποψη του A. Damodaran, ο ρόλος της αποτίμησης στην περίπτωση αυτή εξαρτάται από τον ίδιο τον

επενδυτή εάν είναι παθητικός ή ενεργός. Στην διαχείρισης χαρτοφυλακίου, η αποτίμηση χρησιμοποιείται για να συγκριθεί η αποδιδόμενη αξία με βάση την τιμή της μετοχής στο χρηματιστήριο και την απόφαση για αγοροπωλησία ή διατήρηση των μετοχών. Επιπλέον βοηθά στην σύγκριση των μετοχών των διαφόρων εταιρειών.

- ✓ **Εταιρική Οικονομική Διαχείριση:** η αποτίμηση βοηθάει στην εύρεση και αναγνώριση διαφόρων παραγόντων για την δημιουργία της αξίας της επιχείρησης. Στόχος όλων είναι η μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης και αυτό γίνεται μέσα από οποιεσδήποτε στρατηγικές και οικονομικές αποφάσεις.

## 2.5. Στόχοι Αποτίμησης

Όπως ήδη αναφέρθηκε, σκοπός κάθε μεθόδου αποτίμησης είναι να υπολογίσει την παρούσα αξία της επιχείρησης και να προσδιορίσει κάποιες μελλοντικές προβλέψεις τις οποίες θα προσπαθήσει να πραγματοποιήσει γνωρίζοντας τους κινδύνους που μπορεί να αντιμετωπίσει. Κατά καιρούς έχουν γίνει πολλές έρευνες για τις μεθόδους αποτίμησης, σχετικά με το ποια είναι καλύτερη και πιο αποδοτική για μια επιχείρηση. Οι ερευνητές δεν κατάφεραν να συμφωνήσουν έτσι ώστε να ξεχωρίσουν τις μεθόδους ανάλογα με την αποδοτικότητά τους, αλλά κατάφεραν να συμφωνήσουν ως προς τους στόχους που πρέπει να ικανοποιεί η κάθε μέθοδος. Οι στόχοι αυτοί είναι:

- ✓ Οι πληροφορίες που δίνονται από τις μεθόδους θα πρέπει να είναι όσο το δυνατόν πιο αντικειμενικές και εύκολες στο να κατανοηθούν αλλά και στο να εφαρμοστούν. Επιπλέον θα πρέπει πάντα να τεκμηριώνονται.
- ✓ Μέσα από κάθε μέθοδο θα πρέπει να προσδιορίζεται όσο γίνεται πιο ικανοποιητικά η τρέχουσα αξία κάθε επιχείρησης.
- ✓ Κάθε αποτέλεσμα και κάθε στοιχείο που χρησιμοποιείται θα πρέπει να τεκμηριώνεται. Στην περίπτωση που κάποια στοιχεία δεν είναι σαφή και εύκολα ως προς την αξιοποίησή τους θα πρέπει να τεκμηριώνεται ο ακριβής λόγος για τον οποίο δεν χρησιμοποιηθήκαν.

## 2.6. Βήματα που ακολουθούν οι ερευνητές για Αντικειμενικές Προβλέψεις

Το αποτέλεσμα της αποτίμησης πάντα συνοδεύεται με κάποιες προβλέψεις για το μέλλον της εταιρείας. Οι ερευνητές ακολουθούν κάποια βήματα, προκειμένου οι προβλέψεις να είναι αντικειμενικές και να μην υπάρχει μεγάλη απόκλιση με την πραγματικότητα, τα οποία είναι:

- Η ανάλυση των χαρακτηριστικών και των ιδιοτήτων κάθε επιχείρησης.
- Ο προσδιορισμός και η γνωστοποίηση του επιπέδου ρίσκου κάθε επένδυσης.
- Η σωστή επεξεργασία των οικονομικών καταστάσεων έτσι ώστε να κατανοηθεί η οικονομική απόδοση της εταιρείας. Μέσα από τις οικονομικές καταστάσεις μπορούμε να δούμε κατά πόσο η εταιρεία αναπτύσσεται καθώς και τους ρυθμούς ανάπτυξής της. Επιπλέον βλέπουμε κατά πόσο η εταιρεία μπορεί να συγκριθεί με τους ανταγωνιστές της.
- Η κατανόηση του περιβάλλοντος και των προοπτικών της ίδιας της εταιρείας (σε σχέση με την εξέλιξή της στην αγορά, τις πιθανές διακυμάνσεις, τις προοπτικές της, τους κινδύνους που θα χρειαστεί να αντιμετωπίσει, όπως και επιπρόσθετους παράγοντες που μπορεί να την επηρεάσουν).
- Όλες οι προβλέψεις που γίνονται πρέπει να είναι στα πλαίσια της απόδοσης και ανάπτυξης της εταιρείας και κυρίως να είναι πραγματοποιήσιμες. Η κάθε πρόβλεψη συμβάλλει με τον τρόπο της και το περιεχόμενό της στην ανάπτυξη ενός μοντέλου κερδών για το μέλλον (συνήθως για περίοδο 3-5 χρόνων) μέσα από το οποίο διατηρείται η ύπαρξη της εταιρείας.
- Τέλος ο ερευνητής θα πρέπει να οδηγείται σε ένα αποτέλεσμα το οποίο θα μπορεί να το αξιολογήσει και να το ερμηνεύσει. Ουσιαστικά μέσα από το αποτέλεσμα η εταιρεία βοηθείται ως προς την λήψη μιας επενδυτικής απόφασης.

Ένα από τα σημαντικότερα εργαλεία αποτίμησης θεωρείται ότι είναι η ανάλυση επιχειρηματικής στρατηγικής, η οποία ουσιαστικά αποτελεί την αφετηρία της ανάλυσης των λογιστικών καταστάσεων της εταιρείας. Η ανάλυση της



επιχειρηματικής στρατηγικής επιτρέπει στον αναλυτή να παρουσιάσει τα οικονομικά στοιχεία της επιχείρησης σε ένα καλύτερο επίπεδο, και συγχρόνως να κατανοήσει κάποιους παράγοντες που επιφέρουν την κερδοφορία της αλλά και τους κινδύνους της. Με αυτόν τον τρόπο ο αναλυτής εκτιμά καλύτερα την ικανότητα της επιχείρησης να συνεχίσει την οικονομική της επίδοση και συγχρόνως να είναι πιο ρεαλιστικός ως προς τις μελλοντικές προβλέψεις για την απόδοση της επιχείρησης.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

### 3.1. Γενική Εισαγωγή στις Μεθόδους

Όπως αναφέρθηκε σε προηγούμενη ενότητα υπάρχουν πολλοί λόγοι για τους οποίους πρέπει να γίνει αποτίμηση μιας επιχείρησης αλλά και πολλοί ενδιαφερόμενοι για το αποτέλεσμα της αποτίμησης. Κάθε μία μέθοδος, ανάλογα την περίπτωση, έχει συγκεκριμένα πλεονεκτήματα, αυτό έχει σαν αποτέλεσμα να αξιολογείται η χρήση της κάθε μιας ξεχωριστά πριν την εφαρμογή της.

Για να μπορέσουμε να κατανοήσουμε την χρήση των μεθόδων αποτίμησης μπορούμε να πούμε ότι γενικά χωρίζονται σε δυο κατηγορίες, τις κύριες και τις δευτερεύουσες. Οι κύριες θεωρούνται ότι αποδίδουν πιο αντικειμενικά την αξία της επιχείρησης ενώ οι δευτερεύουσες χρησιμοποιούνται κυρίως για την επαλήθευση του αποτελέσματος των κύριων μεθόδων. Για να έχουμε ένα ασφαλές αποτέλεσμα είναι απαραίτητη η χρήση τουλάχιστον δυο μεθόδων. Από τις πιο χρησιμοποιημένες μεθόδους είναι οι ακόλουθες:

- ✓ Της καθαρής περιουσιακής θέσης
- ✓ Των προεξοφλημένων ταμειακών ροών
- ✓ Των κεφαλαιοποιημένων οργανικών κερδών
- ✓ Της χρηματιστηριακής τιμής
- ✓ Της συγκριτικής ανάλυσης εισηγμένων εταιρειών
- ✓ Των συγκριτικών συναλλαγών
- ✓ Της προστιθέμενης αξίας

Στην κατηγορία των κύριων μεθόδων ανήκουν:

1. Η καθαρή περιουσιακή θέση που την χρησιμοποιούμε κυρίως για την διακοπή μιας εργασίας ή λειτουργίας και την πραγματοποίηση κερδών ή ζημιών.
2. Η προεξόφληση ταμειακών ροών για την ύπαρξη αύξησης των κερδών μιας επιχείρησης.
3. Η προστιθέμενη αξία όταν σε μια επιχείρηση έχουμε κερδοφορία την τελευταία πενταετία.

Ενώ στην κατηγορία των δευτερευουσών μεθόδων είναι οι υπόλοιπες:

1. Τα κεφαλαιοποιημένα οργανικά κέρδη όταν έχουμε σταθερά διαχρονικά κέρδη.
2. Η συγκριτική ανάλυση εισηγμένων εταιρειών για τις περιπτώσεις που έχουμε ομοειδής επιχειρήσεις και τα στοιχεία είναι επαρκή για να συγκριθούν.
3. Η χρηματιστηριακή τιμή για τις εταιρείες που έχουν εισαχθεί και δεν έχουν μεγάλες διακυμάνσεις στις τιμές τους, οπότε θεωρείται ότι η αγορά έχει προεξοφλήσει όλα όσα επηρεάζουν την οικονομική κατάσταση της επιχείρησης.
4. Των συγκριτικών συναλλαγών που χρησιμοποιούνται κυρίως για τις ομοειδής και άμεσα συγκρίσιμες επιχειρήσεις.

Επιπλέον υπάρχουν και άλλες τρεις διακρίσεις μεταξύ των μεθόδων αποτίμησης. Η μια είναι ανάλογα τα δεδομένα στα οποία στηρίζεται η διαδικασία αποτίμησης, εάν δηλαδή βασίζεται στο εισόδημα ή στην αγορά ή στα περιουσιακά στοιχεία. Η άλλη διάκριση είναι ανάλογα τα ιστορικά στοιχεία που χρησιμοποιούνται από τις προγενέστερες μεθόδους και η τρίτη διάκριση αναφέρεται στο σκοπό διεξαγωγής των μεθόδων, εάν δηλαδή γίνεται για την λήψη κάποιας απόφασης ή την διάγνωση προβλημάτων.

## 3.2. Ανάλυση Μεθόδων

Στο κεφάλαιο αυτό θα ασχοληθούμε κυρίως με τις τρεις σημαντικότερες μεθόδους που προσδιορίζουν την αξία των επιχειρήσεων και τις υποκατηγορίες τους. Η πρώτη θα είναι η μέθοδος που βασίζεται στα λογιστικά δεδομένα στην οποία η αξία της επιχείρησης στηρίζεται στην εκτίμηση της αξίας των πάγιων περιουσιακών στοιχείων της. Στην συνέχεια θα ακολουθήσει η μέθοδος προεξόφλησης των ταμειακών ροών, σύμφωνα με την οποία για να προσδιοριστεί η αξία της επιχείρησης θα πρέπει να μεταβληθεί η ικανότητα της επιχείρησης να δημιουργεί ταμειακές ροές ή το κόστος κεφαλαίου ή θα πρέπει να υπάρξουν αλλαγές στον αναμενόμενο ρυθμό ανάπτυξης ή στο χρονικό διάστημα που χρειάζεται για να υπάρξει ένας σταθερός ρυθμός ανάπτυξης. Τέλος, θα αναφερθούμε στην μέθοδο των πολλαπλασιαστών η οποία στηρίζεται στον τρόπο που αποτιμά η αγορά τις επιχειρήσεις που παρουσιάζουν κέρδη στον ίδιο κλάδο ή είναι συγκρίσιμες.

### 3.2.1. Μέθοδοι στηριζόμενοι στα Λογιστικά Δεδομένα

Όπως αναφέρθηκε, η μέθοδος των λογιστικών δεδομένων είναι από τις πιο παλιές μεθόδους. Στην συγκεκριμένη μέθοδο θεωρείται ότι η αξία της επιχείρησης φαίνεται μέσα από τον Ισολογισμό της για αυτό και πρέπει να εκτιμούνται σωστά και αντικειμενικά τα πάγια περιουσιακά στοιχεία της.

Ένας λόγος που ίσως κάποιοι εκτιμητές δεν την προτιμούν είναι το γεγονός ότι, η μέθοδος αυτή βασίζεται σε μια δεδομένη χρονική στιγμή. Άρα η εκτίμηση της αξίας θα είναι για το συγκεκριμένο χρονικό διάστημα της εταιρείας χωρίς να περιέχει τις μελλοντικές προβλέψεις αλλά ούτε και τους παράγοντες που ασκούν σημαντική επίδραση στην αξία της επιχείρησης και δεν εμφανίζονται στις οικονομικές καταστάσεις.

### **3.2.1.1. Λογιστική Αξία**

Πρόκειται για μια από τις πιο χρησιμοποιημένες μεθόδους αποτίμησης καθώς εύκολα φανερώνει την αξία της επιχείρησης μέσα από το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων που υπάρχουν στον ισολογισμό και αποτελούνται από το μετοχικό κεφάλαιο, τις επενδύσεις, τα αποθεματικά και τις αναπροσαρμογές της αξίας των παγίων στοιχείων του ενεργητικού καθώς και τα αποτελέσματα προηγούμενων χρήσεων. Πολλές φορές για να βρούμε το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων αφαιρούμε από το σύνολο του ενεργητικού το σύνολο των υποχρεώσεων, των προβλέψεων καθώς και των μεταβατικών λογαριασμών που υπάρχουν στο παθητικό.

Αν και χρησιμοποιείται πολύ συχνά η μέθοδος ως προς τον προσδιορισμό της αξίας της επιχείρησης, παρουσιάζει δυο ιδιαίτερα μειονεκτήματα που έχουν σαν αποτέλεσμα η λογιστική αξία της επιχείρησης να μην είναι ίδια με την αγοραία αξία. Βασικό μειονέκτημα είναι το γεγονός ότι βασίζεται σε ιστορικά δεδομένα με αποτέλεσμα να μην συμπεριλαμβάνει τις συνθήκες και τους κινδύνους που θα πρέπει να αντιμετωπίσει η επιχείρηση στο μέλλον. Το δεύτερο μειονέκτημα είναι ότι κάποιες φορές τα στοιχεία των λογιστικών καταστάσεων εμπεριέχουν λάθη οπότε το αποτέλεσμα της αποτίμησης δεν θα είναι αντιπροσωπευτικό.

### **3.2.1.2. Αναπροσαρμοσμένη Λογιστική Αξία**

Πρόκειται για μια μέθοδος που ασχολείται κυρίως με την αποτίμηση των εισηγμένων επιχειρήσεων. Η αξία υπολογίζεται όπως στην μέθοδο της λογιστικής αξίας μόνο που τα στοιχεία που χρησιμοποιούνται είναι αναμορφωμένα σύμφωνα με τους ορκωτούς ελεγκτές και δεν περιλαμβάνει τα «άυλα» στοιχεία. Επιπλέον αντιμετωπίζει τις οποιεσδήποτε ατέλειες που υπάρχουν στις λογιστικές καταστάσεις και προσπαθεί να προσεγγίσει όσο γίνεται περισσότερο την αξία της επιχείρησης.

### **3.2.1.3. Αξία Ρευστοποίησης**

Είναι μια μέθοδος την οποία την χρησιμοποιούμε έτσι ώστε να μπορέσει να πουλήσει η εταιρεία όλα τα πάγια περιουσιακά στοιχεία της και να ξεχρεώσει όλες τις υποχρεώσεις της. Την συγκεκριμένη μέθοδο την συναντάμε κυρίως σε εταιρείες οι οποίες μπορούν να πουλήσουν ξεχωριστά και αυτόνομα τα πάγια περιουσιακά τους στοιχεία.

### **3.2.1.4. Αξία Αντικατάστασης**

Η αξία αντικατάστασης αποτυπώνει την επένδυση που είναι αναγκαία για την δημιουργία μιας επιχείρησης με απόλυτα όμοια χαρακτηριστικά και με συνθήκες λειτουργίας όμοια με αυτά που διαθέτει η εταιρεία που πρόκειται να αποτιμηθεί. Έτσι θα μπορούσε να ειπωθεί ότι διαμέσου της μεθόδου αυτής μπορεί να γίνει η εκτίμηση του κόστους που χρειάζεται για την αντιγραφή ή την αντικατάσταση των πάγιων περιουσιακών στοιχείων που χρησιμοποιεί σήμερα η συγκεκριμένη επιχείρηση λαμβάνοντας υπόψη όμως και την τεχνολογική απαξίωση. Αρά συμπεραίνεται ότι η μέθοδος της αξίας αντικατάστασης είναι αντίθετη από εκείνη της αξίας ρευστοποίησης.

Σαν γενική αρχή για τον υπολογισμό της αξίας αντικατάστασης ισχύει ότι αυτή δεν πρέπει να περιλαμβάνει την αξία εκείνων των παγίων τα οποία δεν συμμετέχουν ενεργά στις λειτουργίες-δραστηριότητες της επιχείρησης. Για τον σκοπό αυτό έχουν οριστεί τρεις τύποι αξίας αντικατάστασης οι οποίοι είναι:

1. Μικτή αξία αντικατάστασης: ορίζεται η αξία των πάγιων περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης αποτιμημένα σε τρέχουσες τιμές.
2. Καθαρή η διορθωμένη αξία αντικατάστασης: η καθαρή αξία αντικατάστασης προκύπτει με την αφαίρεση των υποχρεώσεων της επιχείρησης από την μικτή αξία αντικατάστασης. Έτσι λοιπόν πρόκειται για αναπροσαρμοσμένη αξία των συνολικών ιδίων κεφαλαίων.

3. Μειωμένη μικτή αξία αντικατάστασης: είναι η μικτή αξία αντικατάστασης από την οποία αφαιρείται η αξία τόσο των βραχυπρόθεσμων όσο και των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων της επιχείρησης προς τρίτους.. Έτσι λοιπόν η αξία αυτή ισούται με το σύνολο του παθητικού μείον τις μακροπρόθεσμες και βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις.

### **3.2.2. Μέθοδοι στηριζόμενοι στην Προεξόφληση των Μελλοντικών Ταμιακών Ροών (Discounted Cash Flow Methods)**

Οι μέθοδοι αποτίμησης οι οποίες στηρίζονται στην προεξόφληση των ταμιακών ροών (DCF) της επιχείρησης, είναι γενικά οι πιο διαδεδομένες για την εκτίμηση της απόδοσης καθώς και της αξίας, τόσο των εισηγμένων, όσο και των μη εισηγμένων εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Με την εφαρμογή αυτών, εξετάζουμε την επιχείρηση σε βάθος, αναλύοντας έτσι την απόδοσή της κατά τη διάρκεια των χρόνων και τη δυνατότητά της να δημιουργεί ταμειακά διαθέσιμα.

#### **3.2.2.1. Εισαγωγή στις Μεθόδους Προεξόφλησης Ταμιακών Ροών**

Μελετώντας τη μέθοδο αυτή, παρατηρούμε ότι ο επενδυτής δεν ενδιαφέρεται τόσο για τα λογιστικά κέρδη της εταιρείας, όσο για τα ταμιακά πλεονάσματά της, σαν καθαρό κέρδος (δηλαδή μετά την πληρωμή των φόρων), τα οποία μπορεί είτε να τα εισπράξει, είτε να τα επενδύσει εκ νέου, οπότε και να αυξηθεί η αξία της επιχείρησης. Κατ' επέκταση, η μέθοδος των Προεξοφλημένων Ταμιακών Ροών ορίζει την αξία μιας επιχειρηματικής μονάδας ως την αξία των προεξοφλημένων ταμιακών ροών της.

Με άλλα λόγια, η εν λόγω μέθοδος, υπολογίζει το σύνολο των στοιχείων του Ενεργητικού μιας επιχείρησης προεξοφλώντας τις μελλοντικές ταμιακές ροές που αναμένονται από αυτά. Για τον υπολογισμό των ταμιακών ροών της επιχείρησης, δημιουργείται επιχειρηματικό πλάνο διαρκείας συνήθως πέντε ετών, από το οποίο εξάγονται οι σχετικές προβλέψεις των πωλήσεων και κερδοφορίας της. Με τη βοήθεια ενός κατάλληλου προεξοφλητικού επιτοκίου, ικανοποιητικό ως προς τις

απαιτήσεις των επενδυτών, θέτουμε σε εφαρμογή τη μέθοδο αυτή. Το επιτόκιο αυτό αντανακλά την επικινδυνότητα των εκτιμώμενων ταμειακών ροών. Αφορά σε επενδύσεις υψηλού ρίσκου και αβεβαιότητας, όταν είναι υψηλό και αντίστοιχα σε επενδύσεις μικρότερου κινδύνου, όταν είναι χαμηλό.

### 3.2.2.1.1. Γενική Προσέγγιση Μεθόδου

Σύμφωνα με τη μέθοδο Προεξόφλησης των Ταμειακών Ροών, η αξία οποιουδήποτε περιουσιακού στοιχείου της εταιρείας ισούται με την Παρούσα Αξία των προσδοκώμενων μελλοντικών ταμειακών ροών που επιφέρονται από το στοιχείο αυτό. Συνεπώς:

$$V = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

Όπου:

$V$  = Η Αξία του Παγίου

$n$  = Η Διάρκεια Ωφέλιμης Ζωής Παγίου

$CF_t$  = Οι Ταμειακές Ροές της περιόδου  $t$

$r$  = Το Προεξοφλητικό Επιτόκιο

Για τον υπολογισμό της Αξίας των Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών μιας επιχειρηματικής μονάδας, θα πρέπει πρώτα να υπολογιστούν τα παρακάτω:

- a) οι προσδοκώμενες ταμειακές ροές που θα προκύψουν από το Ενεργητικό της επιχείρησης,
- b) το ποσοστό με το οποίο οι ταμειακές ροές των παγίων θα προεξοφληθούν στο παρόν,
- c) η παρούσα αξία των προσδοκώμενων ταμειακών ροών που προέρχονται από τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης, και



d) η εκτιμώμενη αξία της εταιρείας, αφαιρώντας τυχόν χρέη και δάνεια.

Σύμφωνα με τα παραπάνω, η αξία μιας επιχείρησης για μία περίοδο  $i$ , θα προσδιορίζεται από την παρακάτω συνάρτηση:

$$V = \frac{CF_1}{1+k} + \frac{CF_2}{(1+k)^2} + \frac{CF_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{CF_n + VR_n}{(1+k)^n}$$

Όπου:

$CF_i$  = Οι Συνολικές Εκτιμώμενες Ταμειακές Ροές για την περίοδο  $i$

$VR_n$  = Η Υπολειμματική Αξία της Επιχείρησης στο έτος  $n$ <sup>1</sup>

$k$  = Το Κατάλληλο Προεξοφλητικό Επιτόκιο για τον κίνδυνο των ταμειακών ροών

Έχει εξακριβωθεί ότι η Παρούσα Αξία των Ταμειακών Ροών μειώνεται προοδευτικά μετά το πέρας μιας συγκεκριμένης χρονικής περιόδου. Για το λόγο αυτό, ορισμένοι αναλυτές αποδέχονται ότι μπορεί να αγνοηθεί η αξία τους μετά την πάροδο αυτής της χρονικής περιόδου, παρόλο που οι ταμειακές ροές μπορεί να έχουν μία διάρκεια. Επιπροσθέτως, το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα των περισσότερων εταιρειών τείνει να εξαφανίζεται μετά το πέρας μερικών χρόνων.

### 3.2.2.1.2. Βασικές Αρχές Μεθόδου

Οι βασικές αρχές στις οποίες στηρίζονται οι μέθοδοι Προεξόφλησης των Ταμειακών Ροών είναι οι εξής:

- Η επιχειρηματική μονάδα αποτελείται σαφώς από τα πάγια περιουσιακά στοιχεία του ενεργητικού, αλλά και από άλλους παραγωγικούς συντελεστές, καθώς η λογιστική αξία των παγίων αδυνατεί να συμπεριλάβει συγκριτικά

---

<sup>1</sup> Η Υπολειμματική Αξία (Residual Value) μιας επιχείρησης υπολογίζεται με την προεξόφληση των μελλοντικών ταμειακών ροών μετά το έτος  $n$ . Προσδιορίζεται από τον τύπο:  $VR_n = CF_n \times \frac{(1+g)}{(k-g)}$ .

Όπου  $g$  είναι ένα συνεχές ποσοστό αύξησης (growth) των ταμειακών ροών μετά τη συγκεκριμένη περίοδο.

πλεονεκτήματα και ευκαιρίες, δυναμικότητα και επιχειρηματικότητα της εταιρείας, καθώς επίσης και την οργάνωση και λειτουργία της,

- Η αξία της επιχείρησης ισούται με το πλεόνασμα των ταμιακών ροών της, δηλαδή τις προεξοφλημένες καθαρές ταμιακές ροές της,
- Καθίσταται δυνατός ο υπολογισμός ενός ή περισσότερων ή συνδυασμός συντελεστών προεξόφλησης,
- Δίνεται η δυνατότητα πρόβλεψης των ταμιακών ροών της με την προβολή και εκτίμηση των χρηματοοικονομικών και λογιστικών γεγονότων της στο μέλλον.

Αποδεδειγμένα, από τις καταστάσεις των ταμιακών ροών της εταιρείας προκύπτουν περισσότερες σε όγκο καθώς και αρτιότερης ποιότητας πληροφορίες σε σύγκριση με τις υπόλοιπες. Οι εν λόγω καταστάσεις είναι ιδιαίτερα αποκαλυπτικές, συγκεκριμένα για τους μετόχους, ως προς τον έλεγχο της διοίκησης, την εξασφάλιση μερίσματος από την εταιρεία, καθώς και το εάν η αξία της επιχειρηματικής μονάδας θα συνεχίσει να αυξάνεται και στο μέλλον.

### **3.2.2.1.3. Κύριες Κατηγορίες Μεθόδου**

Παρόλο τον τεράστιο όγκο ύπαρξης μοντέλων στην εν λόγω μέθοδο, συγκρίνοντας τα μοντέλα αυτά μεταξύ τους, διαπιστώνουμε ότι οι διαφορές είναι ελάχιστες και αφορούν μόνο σε συγκεκριμένες παραμέτρους.

Τα μοντέλα προεξόφλησης ταμιακών ροών βασίζονται σε λεπτομερείς προβλέψεις, εντός της εξεταζόμενης χρονικής περιόδου, για κάθε οικονομικό στοιχείο που προέρχεται από τις δραστηριότητες της επιχείρησης και από τις οποίες προκύπτει ταμιακή ροή, για παράδειγμα τις Πωλήσεις, το Κόστος Διοικητικής Λειτουργίας και Λειτουργίας Διάθεσης, το Κόστος Παραγωγής, την εξόφληση των δανειακών υποχρεώσεων της, κ.α.

Οι κυριότεροι τρόποι για την εφαρμογή της εν λόγω μεθόδου είναι τρεις. Επισημαίνουμε ότι οι σχετικές ταμειακές ροές και τα προεξοφλητικά επιτόκια διαφέρουν σε κάθε περίπτωση. Πιο συγκεκριμένα:

- ❖ Επιτρέπεται να προβούμε στην αποτίμηση μόνο της Καθαρής Θέσης της επιχείρησης. Η μέθοδος αυτή στηρίζεται στα ίδια κεφάλαια που εμφανίζονται στον ισολογισμό της. Κατά την διάρκεια της αποτίμησης εφαρμόζονται πιστά οι κανόνες των λογιστικών αρχών και αξιολογούνται όλα τα στοιχεία που εμφανίζονται τόσο στο παθητικό όσο και στο ενεργητικό μέρος. Λόγω του ότι για τον υπολογισμό της αξίας της επιχείρησης χρησιμοποιείται ο ισολογισμός της, θεωρείται μια από τις πιο εύκολες μεθόδους ως προς τη χρήση της. Το μοναδικό πρόβλημα που μπορούμε να πούμε ότι ίσως δημιουργεί η συγκεκριμένη μέθοδος είναι η εφαρμογή των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (ΔΛΠ) που κάνει δυσκολότερο τον υπολογισμό της αξίας των στοιχείων του ισολογισμού. Αυτό προκύπτει επειδή θα πρέπει πρώτα να ελεγχθούν τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης που έχουν δοθεί σε άλλες επιχειρήσεις για χρήση, αλλά και τα περιουσιακά στοιχεία που ανήκουν σε άλλες επιχειρήσεις και τα έχει πάρει η επιχείρηση για χρήση.

Η αξία της καθαρής θέσης προσδιορίζεται από τον παρακάτω τύπο:

$$\text{Value of Equity} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{CF to Equity}_t}{(1 + k_e)^t}$$

Όπου:

Value of Equity = Η Αξία της Καθαρής Θέσης (Ιδίων Κεφαλαίων)

CF to Equity<sub>t</sub> = Οι Ταμειακές Ροές Προς την Καθαρή Θέση στην περίοδο t

k<sub>e</sub> = Το Κόστος της Καθαρής Θέσης

Πιο αναλυτικά, εκτιμάται από την προεξόφληση των αναμενόμενων ταμειακών ροών προς την καθαρή θέση (της προεξόφλησης του υπολοίπου των ταμιακών ροών ύστερα από την κάλυψη όλων των εξόδων, τις ανάγκες για επανεπένδυση, τις υποχρεώσεις από φόρους, τις καταβολές τόκων δανείων

και την αποπληρωμή κεφαλαίου) στο κόστος της καθαρής θέσης (αλλιώς, του απαιτούμενου ποσοστού απόδοσης από τους επενδυτές της εταιρείας). Με άλλα λόγια, η εκτιμώμενη αξία της καθαρής θέσης προέρχεται από την αφαίρεση της αξίας των υποχρεώσεων της εταιρείας από την εκτιμώμενη αξία των περιουσιακών της στοιχείων.

Ειδική περίπτωση αποτίμησης της καθαρής θέσης θεωρείται το μοντέλο Προεξόφλησης Μερισμάτων, στο οποίο η αξία της καθαρής θέσης της επιχείρησης ισοδυναμεί με την παρούσα αξία των προσδοκώμενων μελλοντικών μερισμάτων, μιας και για τους μετόχους τα μερίσματα αποτελούν κύριες ταμιακές ροές. Το μοντέλο Προεξόφλησης Υπερκερδών καθώς και το μοντέλο Προεξόφλησης Ταμιακών Ροών αποτελούν παραλλαγές του προαναφερθέντος μοντέλου.

- ❖ Επόμενος τρόπος είναι να αποτιμηθεί η εταιρεία σαν σύνολο, δηλαδή συνυπολογίζονται και οι απαιτήσεις των υπολοίπων ενδιαφερόμενων μερών, πέρα της καθαρής της θέσης. Έτσι, η αξία της εταιρείας προκύπτει από την προεξόφληση των μελλοντικών ταμιακών ροών της, δηλαδή των υπολειμματικών ταμιακών ροών αφαιρούμενες από κάθε έξοδο, από τις ανάγκες για επανεπένδυση καθώς και από τους φόρους (πριν από οποιαδήποτε πληρωμή σε μετόχους και δανειστές της). Ακολουθώντας αυτή τη μεθοδολογία, απομονώνουμε τις προβλεπόμενες ταμιακές ροές που είναι διαθέσιμες για την εξάλειψη χρεών και προσδιορίζουμε την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων. Επίσης, εκτιμάται η καθαρή παρούσα αξία των ελεύθερων ταμιακών ροών για μία συγκεκριμένη περίοδο, η οποία όμως επίτευξη των ταμιακών ροών χαρακτηρίζεται από τον παράγοντα ρίσκο. Η προεξόφληση των ελεύθερων ταμιακών ροών της εταιρείας θέτεται σε εφαρμογή με τη βοήθεια του Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου, βάση του οποίου οι συντελεστές στάθμισης στηρίζονται στην αναλογία της κεφαλαιακής δομής της εταιρείας.

Τα προαναφερόμενα προσδιορίζονται από τη σχέση που ακολουθεί:

$$\text{Value of Firm} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{CF to Firm}_t}{(1 + \text{WACC})^t}$$

Όπου:

Value of Firm = Η Αξία της Επιχείρησης

CF to Firm<sub>t</sub> = Οι Ελεύθερες Ταμειακές Ροές της εταιρείας στην περίοδο t

WACC = Το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (Weighted Average Cost of Capital)

Αναλυτικότερα για τον προσδιορισμό του WACC, αρχικά εκτιμούμε τις σημαντικότερες πηγές κεφαλαίων της εταιρείας, δηλαδή τα ίδια κεφάλαια (τα οποία προέρχονται από τους μετόχους), το προνομιούχο μετοχικό κεφάλαιο, καθώς και τα (μακροπρόθεσμα) δανειακά κεφάλαιά της. Εξετάζουμε λοιπόν, το βάρος κάθε πηγής στο συνολικό κεφάλαιο. Εν συνεχεία, υπολογίζουμε το κόστος κάθε πηγής μετά φόρων, και ειδικότερα για τα δανειακά κεφάλαια της επιχείρησης, για να οδηγηθούμε τελικά, στον υπολογισμό του WACC. Χαρακτηριστικός τύπος εύρεσής του αποτελεί ο ακόλουθος:

$$WACC = K_e * \frac{W_e}{TC} + K_p * \frac{W_p}{TC} + K_d * (1 - t) * \frac{W_d}{TC}$$

Όπου:

$K_e$  = Το Κόστος των Ιδίων Κεφαλαίων

$W_e$  = Το Ποσό των Ιδίων Κεφαλαίων

$K_p$  = Το Κόστος του Προνομιούχου Μετοχικού Κεφαλαίου

$W_p$  = Το Ποσό του Προνομιούχου Μετοχικού Κεφαλαίου

$K_d$  = Το Κόστος των Δανειακών Κεφαλαίων

$W_d$  = Το Ποσό των Δανειακών Κεφαλαίων

TC = Το Συνολικό Κεφάλαιο, και ισούται με το άθροισμα των  $W_e$ ,  $W_p$  και  $W_d$

t = Ο Φορολογικός Συντελεστής

Ο συντελεστής προεξόφλησης WACC αποτελεί καθοριστικός παράγοντας για την εκτίμηση μίας επένδυσης, διότι τυχόν λάθη κατά τον προσδιορισμό του, ίσως οδηγήσουν σε αποδοχή ζημιογόνων επένδυσης ή απόρριψη μίας συμφέρουσας πρότασης.

- ❖ Τρίτη και εξίσου σημαντική κατηγορία αποτελεί η τμηματική αποτίμηση της επιχείρησης, βάση της οποίας προσθέτουμε στην αξία των βασικών της λειτουργιών, την επίδραση του δανεισμού, καθώς και των υπολοίπων απαιτήσεων. Η αποτίμηση με βάση αυτό το μοντέλο, το οποίο ονομάζεται μοντέλο Αναπροσαρμοσμένης Παρούσας Αξίας, α) ξεκινάει με την αποτίμηση της καθαρής θέσης της εταιρείας (υποθέτοντας ότι η χρηματοδότησή της βασίζεται εξ' ολοκλήρου σε Ίδια Κεφάλαια) και β) προβλέπεται η προστιθέμενη ή αφαιρούμενη αξία του δανεισμού (μέσω της παρούσας αξίας του φορολογικού οφέλους που προέρχεται από το δανεισμό).

#### 3.2.2.1.4. Βασικά Στάδια Μεθόδου

Όπως έχουμε αναλύσει και σε προηγούμενο κεφάλαιο, για την πραγματοποίηση της αποτίμησης μιας επιχειρηματικής μονάδας υπάρχουν κάποια βασικά βήματα. Όσον αφορά στη μέθοδο των Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών, τα σχετικά στάδια αναγράφονται παρακάτω:

- 1ο Ιστορική και Στρατηγική Μελέτη της εταιρείας και του κλάδου στον οποίο δραστηριοποιείται
  - a. Οικονομική Μελέτη
    - Ανάλυση των Οικονομικών Καταστάσεων (Ισολογισμός & Αποτελέσματα Χρήσης
    - Ανάλυση της Κατάστασης Ταμιακών Ροών
    - Μελέτη των επενδύσεών της
    - Ανάλυση της χρηματοδότησής της

- Μελέτη της οικονομικής της ζωτικότητας
- Ανάλυση του επιχειρηματικού κινδύνου

b. Στρατηγική και Ανταγωνιστική Μελέτη

- Ανάλυση του κλάδου όπου δραστηριοποιείται
- Ανάλυση της ανταγωνιστικής της θέσης
- Μελέτη της αξίας της ‘αλυσίδας’
- Ανάλυση της ανταγωνιστικής θέσης των σπουδαιότερων ανταγωνιστών της
- Μελέτη του ‘μέτρου αξίας’

2ο Προβλέψεις Μελλοντικών Ταμιακών Ροών

a. Οικονομικές Προβλέψεις

- Ισολογισμών & Αποτελεσμάτων Χρήσης
- Ταμειακών Ροών
- Επενδύσεων
- Χρηματοδότησης
- Υπολειμματικής Αξίας
- Διαφόρων υποθέσεων

b. Προβλέψεις συσχετιζόμενες με τον κλάδο

- Προβλέψεις ανάπτυξης του κλάδου
- Προβλέψεις σχετικά με την ανταγωνιστική θέση της
- Προβλέψεις σχετικά με την ανταγωνιστική θέση των σπουδαιότερων ανταγωνιστών της

- c. Συνέπεια αναμενόμενων ταμιακών ροών
  - Οικονομική επίπτωση προβλέψεων
  - Σύγκριση προβλέψεων με ιστορικά στοιχεία
  - Απόρροια ταμειακών ροών με την στρατηγική ανάλυση

### 3ο Ορισμός του Κόστους Κεφαλαίου ή Απαιτούμενης Απόδοσης

- a. Για κάθε επιχειρηματική μονάδα και για την επιχείρηση σαν σύνολο
- b. Διασάφηση των: Κόστος Δανεισμού, Απαιτούμενη Απόδοση επί των Ιδίων Κεφαλαίων, και Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου

### 4ο Προσδιορισμός Παρούσας Αξίας Μελλοντικών Ταμειακών Ροών

- a. Προεξόφληση Ταμειακών Ροών σύμφωνα με το κατάλληλο, ανά περίπτωση, προεξοφλητικό επιτόκιο
- b. Εκτίμηση Παρούσας Αξίας Υπολειμματικής Αξίας
- c. Υπολογισμός Αξίας Καθαρής Θέσης

### 5ο Ανάλυση Αποτελεσμάτων

- a. Σύγκριση εκτιμώμενης αξίας με την αξία συναφών επιχειρήσεων
- b. Παραδοχή της δημιουργίας αξίας και της διάρκειας αυτής εντός συγκεκριμένου χρονικού άξονα
- c. Ανάλυση ευαισθησίας της εκτιμώμενης αξίας στις τροποποιήσεις των θεμελιωδών παραμέτρων
- d. Στρατηγική και Ανταγωνιστική Αιτιολόγηση της δημιουργίας αξίας



### 3.2.2.2. Μέθοδος Προεξόφλησης Μερισμάτων (Discount Dividend Method)

Τα μοντέλα προεξόφλησης μερισμάτων, τα οποία προτάθηκαν από τον John Burr Williams το 1938, βασίζονται πάνω στη γενική ιδέα όπου η αξία μιας μετοχής σήμερα ισούται με την παρούσα αξία των αναμενόμενων ταμειακών ροών που πιθανόν να εισπράξει ένας ενδεχόμενος επενδυτής. Λαμβάνοντας υπόψη ότι ένα χρηματικό ποσό σήμερα έχει μεγαλύτερη αξία από το ίδιο ποσό που αναμένεται να εισπραχθεί στο μέλλον και μειώνοντας την αξία κάθε επερχόμενης ταμιακής εισροής ανάλογα με το πόσο μακροπρόθεσμα πρόκειται να εισπραχθεί, προκύπτει η παρούσα αξία της μετοχής. Στα μοντέλα αποτίμησης με τη μέθοδο προεξόφλησης μερισμάτων, λέγοντας μελλοντική ταμιακή ροή, εννοούμε τα μερίσματα που αναμένεται να μοιράσει η επιχείρηση στους μετόχους της μετά από απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου της. Άρα τα μερίσματα είναι μία μεταβλητή των κερδών, δηλαδή ένα υποσύνολο των λογιστικών κερδών, μιας και μόνο αυτά μπορεί να μοιράσει μία εταιρεία στους μετόχους της.

Με τη χρήση των εν λόγω μεθόδων, καθίσταται δυνατό κάθε αναλυτής να καταλήγει στο συμπέρασμα σχετικά με την τιμή της μετοχής, δηλαδή εάν είναι σωστά τιμολογημένη, υπερτιμημένη ή υποτιμημένη.

Όταν κάποιος μέτοχος αγοράσει μία κοινή μετοχή, οι αναμενόμενες ταμιακές ροές που θα εισπράξει είναι το μέρισμα καθώς και η αγοραία τιμή από την πώληση της συγκεκριμένης μετοχής. Εάν λοιπόν, πρόκειται να την κρατήσει μόνο για έναν χρόνο, η σημερινή παρούσα αξία της μετοχής θα υπολογίζεται από τον παρακάτω τύπο, ο οποίος συγχρόνως αποτελεί και τη γενική εξίσωση της μεθόδου προεξόφλησης μερισμάτων:

$$V_0 = \frac{D_1}{(1+r)^1} + \frac{P_1}{(1+r)^1}$$

Όπου:

$V_0$  = Η Παρούσα Αξία της Μετοχής Σήμερα

$D_1$  = Το Αναμενόμενο Μέρισμα σε ένα έτος από τώρα (υποθέτοντας ότι αυτό πληρώνεται στο τέλος του έτους)

$P_1$  = Η Αναμενόμενη Τιμή Πώλησης της Μετοχής σε ένα έτος από τώρα

$r$  = Το Απαιτούμενο Ποσοστό Ανταπόδοσης

Έστω ότι ο επενδυτικός μας ορίζοντας αφορά σε  $n$  έτη. Επομένως, η γενική εξίσωση διαμορφώνεται ως εξής:

$$V_0 = \frac{D_1}{(1+r)^1} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+r)^n} + \frac{P_n}{(1+r)^n}$$

Όπου:

$D_n$  = Το Αναμενόμενο Μέρισμα σε  $n$  έτη από τώρα (υποθέτοντας ότι αυτό πληρώνεται στο τέλος του έτους  $n$ )

$P_n$  = Η Αναμενόμενη Τιμή Πώλησης της Μετοχής σε  $n$  έτη από τώρα

Παρά το γεγονός ότι ο παραπάνω τύπος είναι απλός και εύκολος στη χρήση, η διαδικασία αποτίμησης των μετοχών δεν θεωρείται απλή, καθώς ο υπολογισμός των απαιτούμενων δεδομένων (εισροών) αποτελεί πρόκληση για τους αναλυτές. Αρχικά θα πρέπει να επιλεγεί το κατάλληλο, για τη συγκεκριμένη κάθε φορά εταιρεία, μοντέλο αποτίμησης. Έπειτα, θα πρέπει να προχωρήσουμε στο επόμενο στάδιο, την πρόβλεψη των μελλοντικών χρηματικών ροών, το οποίο χαρακτηρίζεται από υψηλό κίνδυνο διάπραξης σφάλματος. Τέλος, θα πρέπει να επιλεγεί το κατάλληλο ποσοστό προεξόφλησης, για τον υπολογισμό του οποίου μπορούν να τεθούν σε εφαρμογή πολλές και διαφορετικές μεταξύ τους μέθοδοι.

### **3.2.2.2.1. Μοντέλο Σταθερού Μερίσματος - Γενικό Μοντέλο Προεξόφλησης Μερισμάτων**

Σύμφωνα με το Μοντέλο Προεξόφλησης Σταθερού Μερίσματος (Zero Growth Model), το μέρισμα το οποίο θα προκύψει από την κατοχή μιας συγκεκριμένης

μετοχής, θα είναι πάντα σταθερό. Έστω  $D_t$  το μέρισμα που δίνει η μετοχή σε χρόνο  $t=1,2,3,\dots,n$  έτη, και αφού το μέρισμα είναι σταθερό,  $D_t = D$ . Με βάση όμως το εν λόγω μοντέλο, η αξία μιας συγκεκριμένης μετοχής ισούται με την παρούσα αξία των μερισμάτων της με χρονικό άξονα την αιωνιότητα. Μιας και ο επενδυτικός ορίζοντας επεκτείνεται ως το άπειρο, ο όρος της γενικής εξίσωσης  $\frac{P_n}{(1+r)^n}$  τείνει στο μηδέν.

Άρα, η γενική εξίσωση:

$$V_0 = \frac{D_1}{(1+r)^1} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+r)^n} + \frac{P_n}{(1+r)^n}$$

διαμορφώνεται ως εξής:

$$V_0 = \frac{D}{(1+r)^1} + \frac{D}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D}{(1+r)^n}$$

Λόγω του ότι το μέρισμα είναι πάντα σταθερό, η μετοχή μπορεί να θεωρηθεί ως μία διαρκής ράντα με σταθερό ποσό  $D$ . Άρα ο τύπος παίρνει την παρακάτω μορφή:

$$V_0 = \frac{D}{r}$$

Προσεγγίζοντας διαφορετικά την παραπάνω μέθοδο, ο τύπος που αντιπροσωπεύει το γενικό μοντέλο είναι ο εξής:

$$\text{Value per share of stock} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{E(DPS_t)}{(1+k_e)^t}$$

Όπου:

Value per share of stock = Η Αξία ανά Μετοχή των Μετοχών

$DPS_t$  = Τα Αναμενόμενα Μερίσματα ανά Μετοχή

$k_e$  = Το Κόστος Κεφαλαίου

Τα μοντέλο αυτό στηρίζεται στην αρχή της καθαρής παρούσας αξίας, με βάση την οποία η αξία οποιουδήποτε περιουσιακού στοιχείου ισούται με την παρούσα αξία των προσδοκώμενων μελλοντικών ταμιακών εισροών που πρόκειται να επιφέρει, προεξοφλημένες με το ανάλογο ως προς τον κίνδυνο των σχετικών ταμιακών ροών επιτόκιο προεξόφλησης. Εξετάζοντας τον παραπάνω τύπο, βασικές παράμετροι αποτελούν τα αναμενόμενα μερίσματα ανά μετοχή και το κόστος κεφαλαίου. Για να αξιολογήσουμε το ύψος των αναμενόμενων μελλοντικών μερισματικών αποδόσεων, προσφεύγουμε σε πιθανές υποθέσεις σχετικά με τον προσδοκώμενο μελλοντικό ρυθμό αύξησης των κερδών ή του δείκτη πληρωμής μερισμάτων. Όπως έχει ήδη προαναφερθεί, το απαιτούμενο επιτόκιο απόδοσης της συγκεκριμένης μετοχής συνδέεται στενά με την έννοια του κινδύνου που χαρακτηρίζει κάθε μετοχή. Για την εκτίμηση του ύψους του κινδύνου υπάρχουν αρκετοί τρόποι υπολογισμού, και ο σημαντικότερος εξ' αυτών είναι ο συντελεστής beta<sup>2</sup>. Σύμφωνα με το εξεταζόμενο μοντέλο και με κατάλληλες προσαρμογές, δύναται η ευκαιρία ενσωμάτωσης των διαφόρων μεταβολών του προεξοφλητικού επιτοκίου στο χρόνο, καθώς τα επιτόκια και ο κίνδυνος μεταβάλλονται διαχρονικά.

Το συγκεκριμένο μοντέλο αφορά στον υπολογισμό των προσδοκώμενων μερισμάτων σε χρονικό άξονα που τείνει στο άπειρο. Όμως, η πρόβλεψη αυτή είναι ουσιαστικά αδύνατη να εκτελεστεί, ακόμα και για της περισσότερο βιώσιμες εταιρείες. Για το λόγο αυτό, έχουν εξελιχθεί κάποιες (υλοποιήσιμες) εκδοχές της μεθόδου αυτής, οι οποίες αφορούν στο μελλοντικό ρυθμό αύξησης των μερισμάτων.

---

<sup>2</sup> Ο συντελεστής beta (βήτα) είναι ένα μέτρο της σχετικής επικινδυνότητας που χαρακτηρίζει την αξία μιας μετοχής ως προς την εγχώρια χρηματιστηριακή αγορά, η οποία θεωρούμε ότι επηρεάζεται από το γενικό δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών, που εξ' ορισμού, έχει συντελεστή βήτα και ισούται με τη μονάδα. Αποτελεί ένα μέτρο ευαισθησίας της διακυμάνσεως της απόδοσης της μετοχής ως προς τις τροποποιήσεις που δέχεται ο γενικός δείκτης. Όσο μεγαλύτερη είναι η τιμή του συντελεστή beta, τόσο πιο υψηλού κινδύνου χαρακτηρίζεται η εν λόγω επένδυση. Μια μετοχή με beta κατά πολύ μεγαλύτερο του ενός, κρίνεται ως επιθετική, ενώ στην αντίθετη περίπτωση θεωρείται αμυντική.

Προσδιορίζεται από τον τύπο: 
$$b = \frac{\text{Cov}(R_j, R_m)}{\text{Var}(R_m)}$$
, δηλαδή ισούται με το πηλίκο της

συνδιακύμανσης των αποδόσεων της μετοχής  $R_j$  και του χαρτοφυλακίου της αγοράς  $R_m$ , προς τη διακύμανση της απόδοσης του χαρτοφυλακίου της αγοράς  $R_m$ .

### 3.2.2.2. Μοντέλο Σταθερού Ρυθμού Αύξησης Μερισματος - **Μοντέλο Gordon**

Το Μοντέλο Gordon προτάθηκε το 1956 από τον Gordon και τον Shapiro. Το συγκεκριμένο μοντέλο χρησιμοποιείται για την αποτίμηση μιας εταιρείας στην περίπτωση όπου η εξεταζόμενη εταιρεία βρίσκεται σε σταθερό στάδιο και τα μερίσματά της διακρίνονται από έναν σταθερά αυξανόμενο ρυθμό, δηλαδή ότι έχει τη δυνατότητα να ‘πληρώνει’ μερίσματα κατά έναν ανεπτυγμένο ρυθμό και τον οποίο πρόκειται να διατηρήσει.

Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, η αξία μίας μετοχής είναι συνάρτηση με τα προσδοκώμενα μερίσματα της επόμενης περιόδου, την απαιτούμενη απόδοση των μετοχών (ή κόστος κεφαλαίου), καθώς και με τον αναμενόμενο ρυθμό αύξησης των μερισμάτων.

Τα προαναφερθέντα αποτυπώνονται στον παρακάτω τύπο:

$$\text{Value of Stock} = \frac{\text{DPS}_1}{k_e - g}$$

Όπου:

Value of Stock = Η Αξία της Μετοχής

DPS<sub>1</sub> = Τα Αναμενόμενα Μερίσματα της Επόμενης Περιόδου<sup>3</sup>

k<sub>e</sub> = Η Απαιτούμενη Απόδοση Μετοχών ή Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων

g = Ο Σταθερός Ρυθμός Αύξησης Μερισμάτων

Κύριο χαρακτηριστικό του εξεταζόμενου μοντέλου, αποτελεί η σταθερή κατάσταση των σχετικών επιχειρήσεων καθώς και ο σταθερός ρυθμός αύξησης των μερισμάτων. Εφόσον η εταιρεία αναπτύσσεται με σταθερό ρυθμό και ο ρυθμός αύξησης των μερισμάτων της αναμένεται να διατηρηθεί για πάντα, αναμένεται επίσης ότι και τα υπόλοιπα μέτρα οικονομικής επίδοσης και ειδικά τα κέρδη, να χαρακτηρίζονται από

---

<sup>3</sup> Το αναμενόμενο μέρισμα της επόμενης περιόδου, διαφαίνεται από τον τύπο:  $\text{DPS}_1 = D_0 * (1 + g)$ .

ανάλογο ρυθμό ανάπτυξης. Στην περίπτωση όπου ο ρυθμός ανάπτυξης των μερισμάτων μακροπρόθεσμα είναι μεγαλύτερος από τον αντίστοιχο ρυθμό ανάπτυξης των κερδών, τα μερίσματα με την πάροδο του χρόνου, θα υπερβούν τα κέρδη. Η περίπτωση όμως αυτή δεν είναι πρακτικά δυνατή. Από την άλλη μεριά, εάν τα κέρδη αναπτύσσονται με ταχύτερο ρυθμό σε σύγκριση με αυτόν των μερισμάτων, ο δείκτης πληρωμής μερισμάτων, μακροπρόθεσμα θα μηδενιστεί. Άρα η υπόθεση αυτή δεν μπορεί να αναφέρεται σε επιχειρήσεις σταθερής κατάστασης.

Ο ρυθμός ανάπτυξης της εξεταζόμενης εταιρείας θεωρείται σταθερός κατά το φαινόμενο στο οποίο η επιχείρηση αναπτύσσεται με ρυθμό μικρότερο ή ίσο με τον ονομαστικό ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας στα πλαίσια της οποίας δραστηριοποιείται η συγκεκριμένη εταιρεία.

Ακολουθώντας τη μέθοδο αυτή, οι απόψεις των αναλυτών δίστανται ως προς τη χρήση του κατάλληλου ρυθμού ανάπτυξης. Αυτό οφείλεται στην αβεβαιότητα που επικρατεί όσον αφορά στον αναμενόμενο πληθωρισμό και στον πραγματικό ρυθμό εξέλιξης της οικονομίας, καθώς οι επερχόμενες διαφορές επηρεάζουν το προεξοφλητικό επιτόκιο (ή κόστος κεφαλαίου). Επόμενη αφορμή αποτελεί το ότι ο ρυθμός εξέλιξης της εταιρείας δύναται να συρρικνώνεται με το πέρασμα του χρόνου σε σύγκριση με αυτόν της οικονομίας.

Ένα επιπλέον θέμα το οποίο χρίζει τεράστιας σημασίας, όσον αφορά στη μέθοδο αυτή, είναι η πολιτική διανομής των μερισμάτων στους μετόχους, η οποία πρέπει να είναι συμβατή με την υπόθεση σταθερότητας των μερισμάτων, επειδή εάν αυτό δεν ισχύει, θα υποεκτιμηθεί η αξία της μετοχής στις εταιρείες που πληρώνουν συνεχώς ως μέρισμα μικρότερης αξίας ποσό σε σύγκριση με εκείνο το οποίο θα μπορούσαν να διαθέσουν, ως αποτέλεσμα να παρακρατούν μετρητά.

Παρόλο που η μέθοδος χαρακτηρίζεται από σταθερό ρυθμό αύξησης μερισμάτων, προσφέρει και κάποια ευκαμψία ως προς τη χρήση της, μιας και χρησιμοποιείται και στην υπόθεση όπου διακρίνονται ετήσιες διακυμάνσεις στα κέρδη της επιχείρησης. Όμως οι αναλυτές πρέπει να είναι πολύ προσεκτικοί διότι ενδέχεται να οδηγηθούν σε λανθασμένα και παραπλανητικά αποτελέσματα.

### 3.2.2.2.3. Μοντέλο Προεξόφλησης Μερισμάτων Δύο Σταδίων

Το Μοντέλο Προεξόφλησης Μερισμάτων Δύο Σταδίων προτάθηκε ούτως ώστε να αποτιμά την αξία ορισμένων επιχειρήσεων σε δύο φάσεις ανάπτυξης, κατά τις οποίες στην πρώτη εξ' αυτών φάση, ο ρυθμός ανάπτυξης της εταιρείας θεωρείται ταχύτερος από αυτόν αντίστοιχης εταιρείας σταθερής αύξησης, και κατά ένα δεύτερο στάδιο, το οποίο διακρίνεται από σταθερό ρυθμό ανάπτυξης και αναμένεται να έχει μακροπρόθεσμη διάρκεια. Ενώ στις περισσότερες περιπτώσεις, κατά το πρώτο στάδιο, ο ρυθμός αύξησης είναι υψηλότερος από αυτόν σταθερού ρυθμού αύξησης, το μοντέλο αυτό, με κατάλληλους μετασχηματισμούς, μπορεί να εφαρμοστεί και σε εταιρείες οι οποίες χαρακτηρίζονται από χαμηλό, ή ακόμα και αρνητικό ρυθμό αύξησης για ορισμένο χρονικό διάστημα, και μετά το πέρας αυτού του διαστήματος, ο ρυθμός αυτός να σταθεροποιηθεί.

Σύμφωνα με το παρών μοντέλο αποτίμησης επιχειρήσεων, η αξία οποιασδήποτε μετοχής ισούται με την παρούσα αξία των μερισμάτων κατά τη διάρκεια της αρχικής φάσης (εξαιρετικής ανάπτυξης) προσαυξημένη κατά την παρούσα αξία της τελικής τιμής της μετοχής.

Επομένως, η αξία της μετοχής υπολογίζεται από τον παρακάτω τύπο:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{DPS_t}{(1 + k_{e,hg})^t} + \frac{P_n}{(1 + k_{e,hg})^n}$$

Όπου:

$P_0$  = Η Αξία της Μετοχής

$DPS_t$  = Τα Αναμενόμενα Μερίσματα ανά Μετοχή περιόδου t

$k_{e,hg}$  = Το Κόστος Κεφαλαίου ή η Απαιτούμενη Απόδοση Μετόχων κατά την Περίοδο Εξαιρετικής Ανάπτυξης

$P_n$  = Η (Τελική) Αξία της Μετοχής στο τέλος του έτους n

Ενώ η τελική τιμή της μετοχής δίνεται από τον τύπο που ακολουθεί:

$$P_n = \frac{DPS_{n+1}}{k_{e,st} - g_n}$$

Όπου:

$DPS_{n+1}$  = Τα Αναμενόμενα Μερίσματα ανά Μετοχή μετά το Πέρασ του Τελικού Έτους n

$k_{e,st}$  = Το Κόστος Κεφαλαίου ή η Απαιτούμενη Απόδοση Μετόχων κατά την Περίοδο Σταθερής Ανάπτυξης

$g_n$  = Ο Σταθερός Ρυθμός Ανάπτυξης μετά το Πέρασ n Ετών εις το διηνεκές (Τελικός Ρυθμός Ανάπτυξης)

Όπως και στο Μοντέλο Σταθερής Αύξησης Μερισματος, το οποίο αναπτύξαμε στο προηγούμενο υποκεφάλαιο, έτσι και στο εν λόγω μοντέλο, ο (τελικός) ρυθμός ανάπτυξης  $g_n$  θα πρέπει να σχετίζεται με τον ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας στην οποία δραστηριοποιείται η εκάστοτε επιχείρηση και ο ρυθμός διανομής των μερισμάτων στους μετόχους θα πρέπει να είναι σύμφωνος με τον αναμενόμενο ρυθμό ανάπτυξης της εταιρείας.

Κατά την περίοδο σταθερής ανάπτυξης, από τον ίδιο ρυθμό αύξησης θα πρέπει να χαρακτηρίζονται και οι υπόλοιποι παράγοντες της εταιρείας, και ειδικότερα α) τα αναμενόμενα μερίσματα ανά μετοχή μετά το πέρας του τελικού έτους n ( $DPS_{n+1}$ ), β) ο συντελεστής beta και γ) η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων.

Καθώς οι αναλυτές εφαρμόζουν το συγκεκριμένο μοντέλο, αντιμετωπίζουν τρεις προβληματισμούς. Όπως υποστηρίζει και ο Damodaran, αυτοί είναι:

- Ο προσδιορισμός της διάρκειας του αρχικού σταδίου ανάπτυξης. Αφού μετά το πέρας της περιόδου εξαιρετικής αύξησης ο ρυθμός ανάπτυξης προβλέπεται να μειωθεί σε έναν σταθερού επιπέδου, όσο μεγαλύτερη είναι η περίοδος αυτή, τόσο η αξία μιας μετοχής αυξάνεται.
- Η απότομη μεταβολή του ρυθμού αύξησης από υψηλό σε έναν χαμηλότερο σταθερού επιπέδου. Είναι λοιπόν, προτιμότερο να υποθέσουμε ότι η τροποποίηση αυτή πραγματοποιείται σταδιακά.



- ο Η ενδεχόμενη υποεκτίμηση της αξίας των μετοχών εταιρειών που διαθέτουν λιγότερης αξίας μερίσματα από αυτά που έχουν την ικανότητα να πληρώσουν, έτσι υπάρχει μεγαλύτερο ποσοστό κερδών σε μετρητά. Η μέθοδος όμως αυτή είναι εξαρτώμενη των μερισμάτων.

Συμπερασματικά, το μοντέλο προεξόφλησης δύο φάσεων είναι ιδανικό για επιχειρήσεις όπου κατά το πρώτο στάδιο α) έχουν υψηλό ρυθμό αύξησης, και έπειτα οι πηγές υψηλής αύξησης ενδείκνυται να εξαφανιστούν, λόγου χάρη, επιχειρήσεις που κατέχουν δικαιώματα ευρεσιτεχνίας πάνω σε κάποιο προϊόν, και β) αυτές που χαρακτηρίζονται από μέτριο ρυθμό ανάπτυξης. Επίσης, τίθεται σε εφαρμογή και σε εταιρείες οι οποίες ακολουθούν την μερισματική πολιτική κατά την οποία διανέμουν το μεγαλύτερο δυνατό ποσοστό των υπολειμματικών ταμειακών ροών τους σε μέρισμα.

#### 3.2.2.2.4. Υπόδειγμα Η

Το Υπόδειγμα Η στηρίζεται στην υπόθεση ότι ο ρυθμός εξέλιξης των κερδών της επιχείρησης αρχικά βρίσκεται σε ένα υψηλό επίπεδο κατά τη διάρκεια της πρώτης περιόδου (εξαιρετικής) αναπτύξεως, έπειτα ελαττώνεται σταθερά κατά τη διάρκεια της υψηλής φάσης εξέλιξης, έως ότου σταθεροποιηθεί. Το υπόδειγμα αυτό προτάθηκε από τους Fuller και Hsia το 1984. Περιλαμβάνει δύο φάσεις και προϋποθέτει τη σταθερότητα του ποσοστού διανομής μερισμάτων στους μετόχους και του κόστους των ιδίων κεφαλαίων καθ' όλη τη διάρκεια μετατροπών του ρυθμού αύξησης.

Η αξία της μετοχής, σύμφωνα με το παρών υπόδειγμα, προσδιορίζεται από τον τύπο που ακολουθεί:

$$P_0 = \frac{DPS_t * (1 + g_n)}{k_e - g_n} + \frac{DPS_t * H * (g_a - g_n)}{k_e - g_n}$$

Όπου:

$P_0$  = Η Αξία της Μετοχής Σήμερα

$DPS_t$  = Τα Αναμενόμενα Μερίσματα ανά Μετοχή περιόδου t

$k_e$  = Το Κόστος των Ιδίων Κεφαλαίων

$g_a$  = Ο Αρχικός Ρυθμός Ανάπτυξης

$g_n$  = Ο Σταθερός Ρυθμός Ανάπτυξης στο Τέλος της Υψηλής Περιόδου

Στο Μοντέλο Προεξόφλησης Δύο Σταδίων αντιμετωπίζαμε το πρόβλημα της απότομης μετατροπής του ρυθμού ανάπτυξης από το στάδιο της υψηλής σε εκείνο της σταθερής αύξησης. Έτσι, ανεπτύχθη το Υπόδειγμα Η για να επιλύσει αυτό το θέμα. Από την άλλη μεριά, το υπόδειγμα αυτό θεωρεί σταθερά το ποσοστό διανομής κερδών και το κόστος κεφαλαίου. Όμως μειώνοντας ο ρυθμός εξέλιξης, συνήθως έχουμε αύξηση στο ποσοστό διανομής κερδών, άρα η εφαρμογή του μοντέλου αυτού καθίσταται αδύνατη σε εταιρείες που έχουν χαμηλά ή καθόλου μερίσματα.

Άρα το Υπόδειγμα Η αφορά σε επιχειρήσεις οι οποίες εξελίσσονται ραγδαία, αλλά η εξέλιξη αυτή προβλέπεται να ελαττωθεί σταδιακά με το πέρας των ετών, αφού οι επιχειρήσεις αναπτύσσονται και ύστερα χάνουν το συγκριτικό πλεονέκτημα ως προς τους ανταγωνιστές τους.

### 3.2.2.2.5. Μοντέλο Προεξόφλησης Μερισμάτων Τριών Σταδίων

Το Μοντέλο Προεξόφλησης Μερισμάτων Τριών Σταδίων αναπτύχθηκε με βάση χαρακτηριστικά του Μοντέλου Προεξόφλησης Μερισμάτων Δύο Σταδίων και του Υποδείγματος Η. Κατά το μοντέλο αυτό, υπάρχει α) μία αρχική φάση υψηλού ρυθμού αύξησης, β) μία μεταβατική φάση βαθμιαίας πτώσης του ρυθμού εξέλιξης και γ) μία τελική περίοδος σταθερού ρυθμού αύξησης.

Σύμφωνα με το Μοντέλο Προεξόφλησης Τριών Σταδίων, η αξία της μετοχής ισούται με την παρούσα αξία των προβλεπόμενων μερισμάτων κατά τη διάρκεια της πρώτης (υψηλού ρυθμού αύξησης) φάσης και της δεύτερης (μεταβατικής φάσης), προστιθέμενα στην παρούσα αξία της τερματικής τιμής της κατά την έναρξη της τρίτης (σταθερής) φάσης. Επομένως, βασικός τύπος του μοντέλου αποτελεί ο εξής:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n_1} \frac{EPS_0 * (1 + g_a)^t * \Pi_a}{(1 + k_{e,hg})^t} + \sum_{t=n_1+1}^{t=n_2} \frac{DPS_t}{(1 + k_{e,t})^t} + \frac{EPS_{n_2} * (1 + g_n) * \Pi_n}{(k_{e,st} - g_n)(1 + r)^n}$$

Όπου:

$P_0$  = Η Αξία της Μετοχής Σήμερα

$EPS_t$  = Τα Κέρδη ανά Μετοχή περιόδου t

$DPS_t$  = Τα Αναμενόμενα Μερισίματα ανά Μετοχή περιόδου t

$g_a$  = Ο Ρυθμός Αύξησης κατά τη Διάρκεια της Φάσης Υψηλής Ανάπτυξης

$g_n$  = Ο Ρυθμός Αύξησης κατά τη Διάρκεια της Σταθερής Φάσης Ανάπτυξης

$\Pi_a$  = Το Ποσοστό Διανομής Κερδών στη Φάση της Υψηλής Ανάπτυξης

$\Pi_n$  = Το Ποσοστό Διανομής Κερδών στη Φάση της Σταθερής Ανάπτυξης

$k_e$  = Το Κόστος των Ιδίων Κεφαλαίων (όπου: hg = Περίοδος Υψηλής Ανάπτυξης, t = Μεταβατική Περίοδος, και st = Περίοδος Σταθερής Ανάπτυξης)

Σημαντικό μειονέκτημα αποτελεί το ότι είναι απαραίτητος ένας μεγάλος αριθμός δεδομένων, το ετήσιο ποσοστό διανομής μερισμάτων, οι ρυθμοί αύξησης και ο συντελεστής κινδύνου beta. Κατά τον υπολογισμό των οποίων, οι αναλυτές είναι πιθανόν να παραπλανηθούν και να οδηγηθούν σε λάθη.

Συμπερασματικά, η μέθοδος αυτή χρησιμοποιείται σε περιπτώσεις επιχειρήσεων οι οποίες παρουσιάζουν διαχρονικές μεταβολές στο ρυθμό εξέλιξής των, καθώς και στο ποσοστό διανομής κερδών και στον κίνδυνο. Σε σύγκριση με τις προηγούμενες μεθόδους, δεν επιβάλλεται κάποιος περιορισμός όσον αφορά στο ποσοστό διανομής μερισμάτων.

Αξίζει να σημειωθεί επίσης, ότι το παρόν μοντέλο είναι το καταλληλότερο μοντέλο για την αποτίμηση επιχειρήσεων, οι οποίες, σε τρέχουσα φάση, χαρακτηρίζονται από πολύ γρήγορους ρυθμούς ανάπτυξης, προβλέπεται να συνεχίσουν να αναπτύσσονται με ίδιους ρυθμούς και κατά την αρχική φάση, όμως λόγω του ότι όταν η εταιρεία

μεγαλώνει, χάνει το πλεονέκτημα ως προς τους ανταγωνιστές της, επέρχεται σταδιακή μείωση, μέχρι να φτάσει σε έναν σταθερό ρυθμό αύξησης.

### **3.2.2.3. Μέθοδος Προεξόφλησης Ελεύθερων Ταμειακών Ροών (Discounted Free Cash Flow Method)**

Τα μοντέλα τα οποία βασίζονται στην Προεξόφληση των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών, ουσιαστικά αποτελούν τροποποίηση της μεθόδου Προεξόφλησης Μερισμάτων. Η Discounted Free Cash Flow Method θεωρείται η πιο διαδεδομένη μέθοδος σε παγκόσμιο επίπεδο, όσον αφορά στην αποτίμηση επιχειρήσεων, και συγκεκριμένα στην ειδική περίπτωση της εξαγοράς και της συγχώνευσης εταιρειών. Εφαρμόζεται ακόμα και σε επιχειρήσεις οι οποίες δεν 'πληρώνουν' μερίσματα ή ακόμα και αν δίδουν μέρισμα, τα μερίσματα αυτά δεν είναι ανάλογα με εκείνα τα οποία θα μπορούσε πραγματικά να διαθέσει η εν λόγω επιχείρηση.

Η ύπαρξη ελεύθερων ταμειακών ροών στην επιχείρηση αποτελεί κύριο χαρακτηριστικό για την αξιολόγηση της ελκυστικότητας της αγοράς μιας μετοχής, διότι όπως είναι φυσικό, οι επενδυτές, γενικά, απέχουν από την επένδυση σε επιχειρήσεις χωρίς ελεύθερες ταμιακές ροές. Αυτό οφείλεται στο ότι έχοντας η συγκεκριμένη εταιρεία ελεύθερες ταμιακές ροές, καθίσταται αυτομάτως, ικανή να διαθέσει μερίσματα στους μετόχους της (και αν χρησιμοποιήσει κατάλληλα τις επενδυτικές της ευκαιρίες, θα είναι πιο αποδοτική). Αντιθέτως, θα αναγκαστεί να προβεί στη λήψη δανείου ή την αύξηση της καθαρής της θέσης.

Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, η αξία μιας επιχειρηματικής μονάδας ισοδυναμεί με την παρούσα αξία των μελλοντικών ελεύθερων ταμειακών ροών της κατά τη διάρκεια της ωφέλιμης ζωής της. Με τον όρο ελεύθερες ταμιακές ροές εννοούμε τις καθαρές λειτουργικές ταμιακές ροές της επιχείρησης αφαιρούμενες κατά τις καθαρές επενδυτικές ροές της, καθώς επίσης και από τις καταβολές της για την ρύθμιση των φορολογικών της υποχρεώσεων. Με άλλα λόγια, ελεύθερες ταμιακές ροές ορίζονται ως τα χρηματικά ποσά που έχουν επιτευχθεί κατά τη διάρκεια μιας οικονομικής περιόδου και τα οποία είναι διαθέσιμα στους μετόχους της επιχείρησης, ύστερα από την εξόφληση όλων των λειτουργικών της εξόδων (και των φόρων), καθώς και την

κάλυψη των επενδυτικών της αναγκών και των απαιτήσεων σε κεφαλαίο κίνησης, έτσι ώστε να συνεχιστεί η άριστη λειτουργία της εταιρείας, και εφόσον δεν υφίσταται εξωτερικός δανεισμός.

Σύμφωνα με τα ως άνω, ο γενικός τύπος για την εύρεση των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών είναι ο εξής:

$$\begin{aligned} \text{Ελεύθερες Ταμειακές Ροές} &= \text{Καθαρό Κέρδος} \\ &+ \text{Καθαρές Μη Ταμειακές Χρεώσεις} \\ &+ \text{Τόκοι} * (1 - \text{Φόροι}) \\ &- \text{Επενδύσεις σε Πάγια Περιουσιακά Στοιχεία} \\ &- \text{Επενδύσεις σε Κεφάλαιο Κίνησης} \end{aligned}$$

Η ανάλυση των συντελεστών της ως άνω εξίσωσης παρουσιάζεται παρακάτω:

- Τα Καθαρά Κέρδη αποτελούν τα Καθαρά Αποτελέσματα Χρήσεως στην Κατάσταση Λογαριασμού Αποτελεσμάτων Χρήσεως μειωμένα κατά τους εταιρικούς φόρους.
- Με τον όρο Καθαρές Μη Ταμειακές Χρεώσεις εννοούμε τις μη ταμειακές αυξήσεις ή μειώσεις στο διαθέσιμο εισόδημα, όπως οι αποσβέσεις.
- Τα έξοδα για τους τόκους είχαν αφαιρεθεί προηγουμένως για τον προσδιορισμό του καθαρού αποτελέσματος και διότι θεωρούνται διαθέσιμη ταμιακή ροή για τους επενδυτές της εταιρείας. Επομένως, θα πρέπει να προστεθεί το καθαρό αποτέλεσμα κατά τα Μετά Φόρων Έξοδα για τους Τόκους.
- Οι Επενδύσεις σε Πάγια Περιουσιακά Στοιχεία, δηλαδή η εξαγορά άλλης εταιρείας, ή απλά η αγορά οικοπέδου, κτιρίου, μηχανολογικού εξοπλισμού, θεωρείται αναγκαία ταμιακή εκροή για την περεταίρω εξέλιξη καθώς και τη βιωσιμότητα οποιασδήποτε εταιρείας.
- Τέλος, το Κεφάλαιο Κίνησης ισοδυναμεί με το κυκλοφορούν ενεργητικό μειωμένο κατά τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Ενδεικτικός τύπος εύρεσής του είναι ο εξής:

$$\begin{aligned}\text{Κεφάλαιο Κίνησης} &= \text{Διαθέσιμα} \\ &+ \text{Αποθέματα} \\ &+ \text{Λογαριασμοί Εισπρακτέοι} \\ &- \text{Λογαριασμοί Πληρωτέοι}\end{aligned}$$

Σε αυτήν όμως την περίπτωση, κατά τη οποία η χρηματοδότηση της εταιρείας βασίζεται αποκλειστικά στα ίδια κεφάλαιά της, τα μετρητά και τα χρηματικά ισοδύναμα εξαιρούνται από τον υπολογισμό, διότι ουσιαστικά στόχος είναι η εκτίμηση της μεταβολής των. Το ίδιο ισχύει και για τα γραμμάτια πληρωτέα και για το βραχυπρόθεσμο κομμάτι της μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης, διότι δεν αποτελούν λειτουργικά περιουσιακά στοιχεία, αλλά πηγές χρηματοδότησης.

Κατά την ως άνω υπόθεση, δηλαδή αν δεν υπάρχει εξωτερικός δανεισμός, θα έχουμε ως αποτέλεσμα οι ελεύθερες ταμειακές ροές να ισούνται με τις ταμειακές ροές προς την καθαρή θέση. Αναλυτές υποστηρίζουν ότι η επιλογή προεξόφλησης ελεύθερων ταμειακών ροών ή ταμειακών ροών καθαρής θέσης εξαρτάται από το ποιος είναι ο σκοπός της αποτίμησης, δηλαδή η εκτίμηση της εταιρείας σαν σύνολο ή ο υπολογισμός της αξίας της καθαρής της θέσης. Και οι δύο μέθοδοι, αν εφαρμοστούν σωστά, επιφέρουν την ίδια εκτιμώμενη αξία. Παρόλα αυτά, η προεξόφληση των ταμειακών ροών καθαρής θέσης δεν διαθέτει αρκετές πληροφορίες όσον αφορά στις πηγές δημιουργίας αξίας. Επίσης, όταν υπάρχουν τροποποιήσεις στις οικονομικές τεχνικές χρηματοδότησης της εκάστοτε επιχείρησης (κατά το πέρας των ετών), η εκτίμησή τους καθίσταται ιδιαίτερα επίπονη διότι κατά τον προσδιορισμό τους εισάγονται και οι πληρωμές για τις δανειακές υποχρεώσεις της εταιρείας. Αντιθέτως, οι ελεύθερες ταμειακές ροές, οι οποίες προτείνονται από τους αναλυτές, μένουν ανεπηρέαστες ως προς τα επίπεδα δανεισμού της εταιρείας διότι είναι μειωμένες κατά τους τόκους.

Προσεγγίζοντας με διαφορετικό τρόπο τη μέθοδο αυτή, μπορούμε να πούμε ότι υπάρχουν δύο είδη υποδειγμάτων, των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών ως προς την Επιχείρηση (FCFF) και των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών ως προς τους Μετόχους (FCFE). Οι διαφορές που παρατηρούνται ανάμεσά τους αναφέρονται παρακάτω:

- ❖ Οι FCFF εξαρτώνται από τα Λογιστικά Κέρδη, δηλαδή πριν από την εξόφληση χρεών, ενώ οι FCFE από τα Καθαρά Κέρδη.
- ❖ Το μοντέλο προεξόφλησης FCFF χρησιμοποιεί το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου ως προεξοφλητικό επιτόκιο, ενώ το μοντέλο FCFE χρησιμοποιεί το Κόστος των Ιδίων Κεφαλαίων.
- ❖ Τέλος, με τη χρήση του μοντέλου προεξόφλησης Χρηματοροών προς την Επιχείρηση η παρούσα αξία των ταμειακών ροών φανερώνει την Αξία της Επιχείρησης σαν σύνολο, ενώ το μοντέλο Χρηματοροών προς τους Μετόχους, την Αξία των Μετοχών.

Όσον αφορά στα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα, η μεθοδολογία τους επιτάσσει τη σύνταξη Κατάστασης Ταμιακών Ροών, σε αντίθεση με τα Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα, τα οποία δεν προβλέπουν κάτι τέτοιο. Με βάση την κατάσταση αυτή, οι ταμειακές ροές κατατάσσονται στις εξής τρεις κατηγορίες:

- Τις Επιχειρηματικές ή Λειτουργικές Δραστηριότητες, που αφορούν σε ταμειακές ροές προερχόμενες από συναλλαγές οι οποίες σχετίζονται με το λειτουργικό κύκλωμα της εταιρείας. Γενικά περιλαμβάνουν όλες τις συναλλαγές που επιδρούν στο κυκλοφορούν ενεργητικό και στις τρέχουσες υποχρεώσεις (εκτός από έκδοση - εξόφληση πληρωτέου γραμματίου), καθώς επίσης και τις μεταβολές σε λογαριασμούς παγίων που επηρεάζουν άμεσα το καθαρό κέρδος (όπως συσσωρευμένες αποσβέσεις).
- Τις Επενδυτικές Δραστηριότητες, οι οποίες αφορούν σε συναλλαγές για εισροή – εκροή πάγιου περιουσιακού στοιχείου, για παράδειγμα αγοραπωλησία γηπέδων, μηχανολογικού εξοπλισμού, τίτλων άλλων εταιρειών, όπως μετοχές και ομόλογα, καθώς επίσης και το δανεισμό χρημάτων σε άλλη εταιρεία.
- Τις Χρηματοδοτικές Δραστηριότητες, που σχετίζονται με τις εισροές – εκροές που αφορούν στο πως αποκτήθηκαν τα αναγκαία χρηματικά ποσά για τη χρηματοδότηση των λειτουργικών καθώς και των επενδυτικών δραστηριοτήτων της εταιρείας. Με άλλα λόγια, περιλαμβάνουν συναλλαγές με τους ιδιοκτήτες της επιχείρησης, όπως στην περίπτωση της έκδοσης

ομολόγων, και πληρωμής μερισμάτων στους μετόχους. Γενικά είναι ο δανεισμός από πιστωτές ή η αποπληρωμή τους.

Επομένως, σύμφωνα με την ανάλυση των δραστηριοτήτων αυτών, ο παραπάνω τύπος θα αποκτήσει την ακόλουθη μορφή:

$$\begin{aligned} \text{Ελεύθερες Ταμειακές Ροές} &= \text{Ταμειακές Ροές από Λειτουργικές Δραστηριότητες} \\ &+ \text{Τόκοι} * (1 - \text{Φόροι}) \\ &- \text{Επενδύσεις σε Πάγια Περιουσιακά Στοιχεία} \end{aligned}$$

Διευκρινίζουμε ότι οι Επενδύσεις σε Κεφάλαιο Κίνησης δεν αφαιρούνται από τον παραπάνω τύπο διότι οι επενδύσεις αυτές συγκαταλέγονται ήδη στις ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες. Όσον αφορά στο μέγεθος των ταμειακών ροών, οι αναλυτές θα πρέπει να κάνουν πρόβλεψη, είτε με την εκτίμηση κάθε συντελεστή του ως άνω τύπου ξεχωριστά, είτε αρχικά με της ιστορικής ταμιακής ροής και στη συνέχεια την προσθήκη σε αυτήν ενός σταθερού ρυθμού αύξησης, όπως θα παρουσιάσουμε παρακάτω.

Σε αυτό το σημείο, όμως, θα προβούμε σε μία σύντομη ανασκόπηση στους παράγοντες που επηρεάζουν την παραγωγή ελεύθερων ταμειακών ροών. Αυτοί είναι οι εξής:

- ✓ Η σωστή διαχείριση των διαθεσίμων και του κεφαλαίου κίνησης.
- ✓ Η πιστωτική πολιτική και η ικανότητα της εκάστοτε εταιρείας να μετασχηματίζει τις πωλήσεις της σε ταμειακές ροές.
- ✓ Η επενδυτική πολιτική της.
- ✓ Η πολιτική αποσβέσεων που ακολουθεί.
- ✓ Η φορολογία, και
- ✓ Το κόστος χρήματος.

Παρακάτω θα παρουσιάσουμε την εξίσωση της μεθόδου, κατά την οποία η συνολική αξία της εταιρείας ορίζεται ως η παρούσα αξία των μελλοντικών ελεύθερων ταμειακών ροών της, οι οποίες έχουν ως ποσοστό προεξόφλησης το μέσο σταθμικό



κόστος κεφαλαίου (και αυτό διότι οι ελεύθερες ταμιακές ροές για την επιχείρηση είναι η μετά φόρων ταμειακή ροή η οποία διατίθεται σε όλους τους επενδυτές της).  
 Επομένως:

$$\text{Value of Firm} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t}$$

Όπου:

Value of Firm = Η Συνολική Αξία της Επιχείρησης

FCFF<sub>t</sub> = Οι Ελεύθερες Ταμειακές Ροές για την Επιχείρηση σαν Σύνολο

WACC = Το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου

Η συνολική αξία της εταιρείας μειωμένη κατά την αγοραία αξία των οφειλών της, ισοδυναμεί με τη συνολική αξία των μετοχών της. Από το πηλίκο συνολική αξία μετοχών της εταιρείας διά πλήθος μετοχών υπό κυκλοφορία προκύπτει η αξία ανά μετοχή. Κατά την περίπτωση όπου η εκάστοτε επιχείρηση είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, η αξία ανά μετοχή που προκύπτει από τα προαναφερόμενα, συγκρίνεται με την τρέχουσα τιμή της μετοχής στο χρηματιστήριο, και από τη σύγκριση αυτή, διαφαίνεται εάν η μετοχή αυτή είναι υπερτιμημένη, υποτιμημένη ή σωστά τιμολογημένη.

Εάν υποτεθεί ότι έχουμε μία αύξηση των ταμιακών ροών κατά ένα σταθερό ποσοστό  $g$  επί της αξίας της προηγούμενης περιόδου  $t-1$ , οπότε έχουμε:

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

Άρα με κατάλληλους υπολογισμούς, η εξίσωση της εν λόγω μεθόδου θα αποκτήσει την ακόλουθη μορφή:

$$\text{Value of Firm} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(WACC - g)}$$

Επομένως, η συνολική αξία της επιχείρησης με βάση τη Μέθοδο Ελεύθερων Ταμειακών Ροών, θα δίνεται από τον προαναφερόμενο τύπο.

#### **3.2.2.4. Μέθοδος Προεξόφλησης Υπολειμματικού Εισοδήματος (Discounted Residual Income)**

Η αρχική ιδέα της δημιουργίας της θεωρίας του υπολειμματικού εισοδήματος προήλθε λόγω της χρήσης λογιστικών μεγεθών όπως η καθαρή θέση και τα μη κανονικά κέρδη στο μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων. Ξεκίνησε από τον Preinreh το 1938, τους Edwards και Bell το 1961 και τον Peasnell το 1981, οι οποίοι υπέθεσαν ότι η αξία μιας εταιρείας μπορεί να διατυπωθεί ως συνάρτηση της καθαρής θέσης και των αναμενόμενων μη κανονικών κερδών.

Στο παρελθόν έχει εφαρμοστεί για την εκτίμηση της δημιουργίας αξίας για τους ιστάμενους φορείς μιας εταιρείας αλλά και για την αποτίμηση μεμονωμένων μετοχών. Στη διεθνή βιβλιογραφία αναφέρεται και ως Οικονομικό Κέρδος, Μη Κανονικό Κέρδος ή και ως Οικονομική Προστιθέμενη Αξία. Η ποιότητα των αποτελεσμάτων αυτού του μοντέλου διαφαίνεται από την ακρίβεια της εκτίμησης της τιμής μιας μετοχής.

Το υπολειμματικό εισόδημα αποτελεί συνάρτηση των καθαρών αποτελεσμάτων χρήσεως, μειωμένα κατά το κόστος ευκαιρίας το οποίο είναι απαραίτητο για να πετύχει μία εταιρεία να οδηγηθεί στα αποτελέσματα αυτά. Με άλλα λόγια, υπολειμματικό εισόδημα θεωρείται το καθαρό λειτουργικό εισόδημα το οποίο δημιουργείται από την εταιρεία πάνω από τη μικρότερη απαιτούμενη απόδοση επί των λειτουργικών στοιχείων της. Όπως προκύπτει από τα ως άνω, η έννοια του υπολειμματικού εισοδήματος, στη διαδικασία υπολογισμού της δημιουργίας αξίας, καθώς και στην αποτίμηση μετοχών, είναι άκρως σημαντική.

Σύμφωνα με τις πρότυπες πρακτικές της λογιστικής, η κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεως, για την εκτίμηση του καθαρού αποτελέσματος, εμφανίζει μόνο το κόστος δανεισμού ως έξοδο (τόκοι), κατά το οποίο οποιαδήποτε επιχείρηση είναι δεσμευμένη να πληρώνει για τα ξένα κεφάλαιά της. Το κόστος των ιδίων κεφαλαίων που χρησιμοποιεί οποιαδήποτε εταιρεία για τη χρηματοδότησή της, δεν εμφανίζεται κατά

την κατάρτιση των λογιστικών καταστάσεων. Επομένως, μία εταιρεία που εμφανίζει θετικό καθαρό αποτέλεσμα, δεν επιφέρει πάντα κέρδη στους μετόχους. Αυτό οφείλεται στο ότι το αποτέλεσμα αυτό είναι πολύ πιθανόν να μην υπερβαίνει το κόστος των ιδίων κεφαλαίων της. Για το λόγο αυτό, εξελίχθηκε η έννοια του υπολειμματικού εισοδήματος, μιας και η δημιουργία περιουσίας για τους μετόχους θεωρείται, πλέον, κορυφαίος στόχος της διοίκησης των εταιρειών, αφού αφορά στην μεγιστοποίηση της αξίας των κεφαλαίων που έχουν επενδύσει στην εταιρεία.

Το υπολειμματικό εισόδημα (υπερκέρδος) λογίζεται ως το οικονομικό κέρδος κάθε εταιρείας και όχι απλώς ως λογιστικό κέρδος. Για να εκτιμήσουμε το υπολειμματικό εισόδημα για κάθε οικονομικό έτος, θα πρέπει να αφαιρέσουμε το κόστος των ιδίων κεφαλαίων από το καθαρό αποτέλεσμα χρήσεως. Στην περίπτωση κατά την οποία μια εταιρεία διαθέτει και προνομιούχες μετοχές για τη χρηματοδότησή της, το καθαρό εισόδημα θα πρέπει να μειωθεί κατά τα μερίσματα αυτά. Ένας επόμενος τρόπος υπολογισμού του υπολειμματικού εισοδήματος είναι εάν από το λειτουργικό κέρδος της εταιρείας μετά από φόρους (NOPAT), αφαιρέσουμε το γινόμενο του σταθμισμένου κόστους κεφαλαίου επί το σύνολο των ιδίων καθώς επίσης και των ξένων κεφαλαίων που φέρουν τόκους, δηλαδή:

$$\text{ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΟ ΕΙΣΟΔΗΜΑ} = \text{NOPAT} - (\text{WACC} * \text{ΚΕΦΑΛΑΙΟ})$$

Το υπολειμματικό εισόδημα αποκαλύπτει την αξία που δημιουργείται για τους μετόχους της εταιρείας, εάν φυσικά το καθαρό αποτέλεσμα το οποίο έχει πραγματοποιήσει η εκάστοτε εταιρεία καλύπτει το συνολικό κόστος των ιδίων και των ξένων κεφαλαίων της. Άρα, επιχειρήσεις που εμφανίζουν μεγαλύτερα κέρδη από το συνολικό κόστος κεφαλαίων, μακροπρόθεσμα θα πρέπει να εμφανίζουν αξία μεγαλύτερη από την αντίστοιχη της λογιστική αξία, λόγω της επιπλέον δημιουργίας αξίας. Ενώ στην αντίθετη περίπτωση, μακροπρόθεσμα θα εμφανίζουν αξία μικρότερη αυτής της λογιστικής τους αξίας, διότι δε θα δημιουργείται νέα αξία για τους μετόχους.

Ο τύπος για την εκτίμηση της εσωτερικής αξίας κάθε μετοχής προκύπτει εάν, έχοντας σαν αρχικό σημείο την παρούσα λογιστική αξία ανά μετοχή, προσθέσουμε τη νέα αξία για κάθε μετοχή, προεξοφλώντας τα μελλοντικά προσδοκώμενα υπολειμματικά εισοδήματα. Άρα, ο γενικός τύπος είναι ο εξής:

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

Όπου:  $RI_t = E_t - r * B_{t-1}$

Επομένως:

$$V_0 = B_0 + \sum_{i=1}^{i=t} \frac{E_t - r * B_{t-1}}{(1+r)^t}$$

Όπου:

$V_0$  = Η Παρούσα Αξία ανά Μετοχή

$B_0$  = Η Παρούσα Λογιστική Αξία ανά Μετοχή

$RI_t$  = Το Αναμενόμενο Υπολειμματικό Εισόδημα ανά μετοχή στη χρονική περίοδο t

$E_t$  = Τα Αναμενόμενα Κέρδη ανά Μετοχή στο έτος t

r = Το Απαιτούμενο Ποσοστό Απόδοσης των Ιδίων Κεφαλαίων

$B_t$  = Η Αναμενόμενη Λογιστική Αξία ανά Μετοχή στο έτος t

Ο παραπάνω τύπος προκύπτει από την γενική εξίσωση με βάση τα προσδοκώμενα μερίσματα, εφόσον θεωρήσουμε ότι ισχύει η λογιστική αρχή του καθαρού πλεονάσματος, κατά την οποία η παρούσα λογιστική αξία μίας μετοχής ισοδυναμεί με τη λογιστική αξία της αμέσως προηγούμενης περιόδου προσαυξημένη κατά τα καθαρά κέρδη της τρέχουσας περιόδου και μειωμένη κατά τα μερίσματα<sup>4</sup> τα οποία έχουν διατεθεί σε αυτήν την περίοδο.

Τα ως άνω διαμορφώνουν τον παρακάτω τύπο:

$$B_t = B_{t-1} + E_t - D_t$$

<sup>4</sup> Στα μερίσματα αυτά προσθαιρούνται τυχόν αυξομειώσεις του μετοχικού κεφαλαίου, με την έκδοση νέων ή την επαναγορά παλαιών μετοχών.

Όπου:

$B_t$  = Η Παρούσα Λογιστική Αξία μίας Μετοχής στο έτος  $t$

$B_{t-1}$  = Η Λογιστική Αξία μίας Μετοχής το Αμέσως Προηγούμενο Έτος

$E_t$  = Τα Καθαρά Κέρδη κατά το έτος  $t$

$D_t$  = Τα Αναμενόμενα Μερίσματα έτους  $t$

Άρα το αναμενόμενο μέρισμα υπολογίζεται από τον τύπο που ακολουθεί:

$$D_t = E_t + B_{t-1} - B_t$$

Χρησιμοποιώντας, λοιπόν, τη γενική εξίσωση του μοντέλου προεξόφλησης μερισμάτων:

$$V_0 = \frac{D_1}{(1+r)^1} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D_t}{(1+r)^t}$$

Η γενική εξίσωση για το μοντέλο υπολειμματικού εισοδήματος διαμορφώνεται ως εξής:

$$V_0 = \frac{E_1 + B_0 - B_1}{(1+r)^1} + \frac{E_2 + B_1 - B_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{E_t + B_{t-1} - B_t}{(1+r)^t}$$

Οι Feltham και Ohlson το 1995 υποστήριξαν ότι το υπολειμματικό εισόδημα μπορεί να εκτιμηθεί και με βάση τον τύπο:

$$RI_t = ROE_{t-r} * B_{t-1}$$

Άρα αντικαθιστώντας, έχουμε:

$$V_0 = B_0 + \sum_{i=1}^{i=t} \frac{ROE_{t-r} * B_{t-1}}{(1+r)^t}$$

Όπου ROE είναι η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων και υπολογίζεται από τον εξής τύπο:

$$ROE = \frac{E_t}{B_{t-1}} \Leftrightarrow E_t = ROE * B_{t-1}$$

Άρα ένας επόμενος τύπος που αποδίδει το αναμενόμενο υπολειμματικό εισόδημα είναι:

$$RI_t = ROE * B_{t-1} - r * B_{t-1} \Rightarrow RI_t = (ROE - r) * B_{t-1}$$

Με βάση τα ως άνω, το υπολειμματικό εισόδημα αναλύεται με βάση δύο συνιστώσες, το δείκτη ROE και τη λογιστική αξία, τα οποία ονομάζονται οδηγοί μη κανονικών κερδών. Οι εταιρείες, αυξάνοντας ένα από αυτά τα δύο συστατικά, θα μεγιστοποιήσουν και την αξία τους. Αδυναμία του μοντέλου αποτελεί ο υπολογισμός των μελλοντικών μη κανονικών κερδών. Παρόλα αυτά, βάση της θεωρίας του ελεύθερου ανταγωνισμού, όσον αφορά στα αυξημένα μη κανονικά κέρδη, αρχικά θα ελκύσουν το ενδιαφέρον των ανταγωνιστών, αλλά μακροπρόθεσμα θα τείνουν προς το κανονικό επίπεδο.

Από τη μελέτη του μοντέλου αυτού, παρατηρούμε ότι αν μία εταιρεία εξασφαλίσει ένα κανονικό ποσοστό απόδοσης επί της λογιστικής αξίας της, οι επενδυτές της θα κλιθούν να πληρώσουν ποσό μεγαλύτερο ή μικρότερο από τη λογιστική αξία της μετοχής εάν τα κέρδη της επιχείρησης είναι υψηλότερα ή χαμηλότερα από το κανονικό αυτό επίπεδο.

Η ανάλυση της μεθόδου χρίζει τεράστιας προσοχής στην επεξήγηση των δεδομένων των οικονομικών καταστάσεων που χρησιμοποιούνται κατά τη διαδικασία της αποτίμησης. Με βάση την αξιοπιστία των αποτελεσμάτων, ο αναλυτής θα είναι σε θέση να αξιολογήσει κατά πόσο τα υπολειμματικά κέρδη τα οποία παρουσιάζει η επιχείρηση, οφείλονται σε κάποιο ανταγωνιστικό πλεονέκτημα έναντι άλλων εταιρειών ή σε άρτιους λογιστικούς χειρισμούς της διοίκησης.

Εν κατακλείδι, η χρήση της μεθόδου προεξόφλησης υπολειμματικών κερδών για τον προσδιορισμό της απόδοσης της μετοχής μιας εταιρείας, είναι πράγματι πιο αξιόπιστη

συγκρίνοντάς τη με άλλες μεθόδους. Τα αποτελέσματα που επιφέρει η εν λόγω μέθοδος για σύντομο χρονικό διάστημα προβλέψεων, έως δέκα ετών, θεωρούνται πιο ακριβή σε σύγκριση με άλλη μέθοδο που βασίζεται στις ταμειακές ροές.

### **3.2.2.5. Μέθοδος Προσαρμοσμένης Παρούσας Αξίας (Adjusted Present Value Method)**

Η μέθοδος Προσαρμοσμένης Παρούσας Αξίας, η οποία προτάθηκε αρχικά από τον Stewart Myers, εστιάζει σε δύο είδη ταμειακών ροών: τις πραγματικές, οι οποίες αφορούν στη λειτουργική δραστηριότητα της εκάστοτε εταιρείας, καθώς και τις ροές που αναφέρονται στην εξωτερική χρηματοδότησή της. Ο υπολογισμός της αξίας μιας επιχειρηματικής μονάδας, βάση της Μεθόδου Προσαρμοσμένης Παρούσας Αξίας, όπως υποστηρίζει και ο Damodaran, ξεκινά αρχικά από την εκτίμηση της αξίας των βασικών λειτουργιών της, αθροίζοντάς την, εν συνεχεία, με την επίδραση του δανεισμού και των απαιτήσεών της. Δηλαδή, η αξία της αποτίμησης της εκάστοτε επιχείρησης, σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, ισοδυναμεί με το άθροισμα αυτών των δύο αξιών: την προβλεπόμενη αξία που προκύπτει εάν υποθέσουμε ότι η χρηματοδότησή της εξαρτάται μόνο από τα ίδια κεφάλαιά της, και την αξία της ωφέλειας που επέρχεται από τη χρηματοδότησή της με ξένα κεφάλαια (δηλαδή το φορολογικό όφελος), έχοντας, φυσικά, λάβει υπόψη και το κόστος λήψης των κεφαλαίων αυτών (όπου σημαντικότερο κόστος αποτελεί ο κίνδυνος να επέλθει πτώχευση).

Ο προσδιορισμός της αξίας μιας επιχειρηματικής μονάδας εφαρμόζεται ακολουθώντας τα παρακάτω βήματα:

- ο Πρώτο βήμα αποτελεί ο υπολογισμός της αξίας της εκάστοτε εταιρείας χωρίς την ύπαρξη εξωτερικής χρηματοδότησης. Υποθέτουμε λοιπόν, ότι η εν λόγω εταιρεία δεν έχει καμία δανειακή επιβάρυνση και ότι αναπτύσσεται με σταθερό ρυθμό επ' αόριστον. Επομένως, η αξία της εταιρείας δίνεται από τον τύπο που ακολουθεί:

$$\text{Αξία Εταιρείας Χωρίς Δανεισμό} = \frac{\text{FCFF}_0 * (1 + g)}{\rho_u - g}$$

Όπου:

$FCFF_0$  = Οι Τρέχουσες Λειτουργικές Ταμειακές Ροές (Μετά Φόρων) Προς την Επιχείρηση

$\rho_u$  = Το Μη Μοχλευμένο Κόστος των Ιδίων Κεφαλαίων

$g$  = Ο Αναμενόμενος Ρυθμός Ανάπτυξης

Για τον προσδιορισμό του  $\rho_u$ , υπολογίζουμε πρώτα το μη μοχλευμένο συντελεστή beta, βάση του τύπου:

$$\beta_{\text{unlevered}} = \frac{\beta_{\text{current}}}{1 + (1 - t) * \frac{D}{E}}$$

Όπου:

$\beta_{\text{unlevered}}$  = Ο Μη Μοχλευμένος συντελεστής beta

$\beta_{\text{current}}$  = Τρέχον Συντελεστής beta της Μετοχής της Εταιρείας

$t$  = Ο Φορολογικός Συντελεστής της Επιχείρησης

$\frac{D}{E}$  = Ο Τρέχον Δείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης (= Ξένα / Ίδια Κεφάλαια)

Έτσι ο μη μοχλευμένος συντελεστής beta, χρησιμοποιείται για την εκτίμηση του μη μοχλευμένου κόστους των ιδίων κεφαλαίων.

- Δεύτερο βήμα, για τον υπολογισμό της αξίας της επιχείρησης, είναι η εκτίμηση της παρούσας αξίας του αναμενόμενου φορολογικού οφέλους από τη λήψη εξωτερικής χρηματοδότησης, μιας και η λήψη των δανειακών αυτών κεφαλαίων φέρει ως συνέπεια την πληρωμή μικρότερου φόρου σε ετήσια βάση, λόγω των τόκων που μειώνονται από το φορολογητέο της εισόδημα κατά το τέλος της οικονομικής χρήσης. Αυτό το ετήσιο όφελος εκτιμάται από το γινόμενο του ετήσιου ποσού τόκων με το φορολογικό συντελεστή ( $t$ ). Εν συνεχεία, οι ροές που προκύπτουν θα πρέπει να προεξοφληθούν με το



κατάλληλο ποσοστό προεξόφλησης, το οποίο θεωρείται πως είναι το κόστος δανεισμού. Επομένως, το φορολογικό αυτό όφελος αποτελεί συνάρτηση του φορολογικού συντελεστή της εταιρείας και προεξοφλείται με βάση το κόστος δανεισμού, έτσι ώστε να αντανakλάται ο κίνδυνος που χαρακτηρίζει αυτήν την ταμειακή ροή. Άρα, η φορολογική αξία του οφέλους αυτού εκτιμάται από τον παρακάτω τύπο:

$$\begin{aligned} \text{Αξία Φορολογικού Οφέλους} &= t * \text{Κόστος Δανεισμού} * \frac{\text{Δανεισμός}}{\text{Κόστος Δανεισμού}} \\ &= t * \text{Δανεισμός} \end{aligned}$$

Υποθέτουμε ότι ο φορολογικός αυτός συντελεστής παραμένει αμετάβλητος επ' αόριστον. Ο παραπάνω τύπος καθίσταται αδύνατος στη χρήση του, στην περίπτωση κατά την οποία εκτιμάται ότι ο  $t$  θα μεταβληθεί.

- ο Τρίτο και τελευταίο βήμα αποτελεί ο προσδιορισμός του αναμενόμενου κόστους πτώχευσης. Κατά το στάδιο αυτό, εκτιμούμε την επίπτωση που θα επιφέρει η επιπλέον δανειακή υποστήριξη στην πιθανότητα πτώχευσης της εταιρείας και στο κόστος πτώχευσης. Η παρούσα αξία του αναμενόμενου κόστους πτώχευσης προσδιορίζεται από τον τύπο που ακολουθεί:

$$\text{Παρούσα Αξία αναμενόμενου Κόστους Πτώχευσης} = \pi_{\alpha} * BC$$

Όπου:

$\pi_{\alpha}$  = Η Πιθανότητα Πτώχευσης Έπειτα από την Εξωτερική Χρηματοδότηση

$BC$  = Η Παρούσα Αξία του Κόστους Πτώχευσης

Για τον προσδιορισμό της ενδεχόμενης χρεοκοπίας υπάρχουν οι εξής τρόποι:

- Η εκτίμηση ενός είδους ομολόγων συγκεκριμένης πιστοληπτικής κλιμάκωσης σε κάθε επίπεδο χρηματοδότησης και έπειτα η χρήση εμπειρικών εκτιμήσεων του ενδεχόμενου πτώχευσης για κάθε κλιμάκωση, και

- Η χρήση στατιστικής προσέγγισης για τον προσδιορισμό της ενδεχόμενης πτώχευσης σε κάθε επίπεδο δανεισμού βάσει τα αισθητά χαρακτηριστικά της εταιρείας.

Εν κατακλείδι, η αξία μιας μοχλευμένης επιχειρηματικής μονάδας ισοδυναμεί με την αξία της μη μοχλευμένης επιχείρησης προστιθέμενη κατά την καθαρή επίπτωση της εξωτερικής χρηματοδότησης. Επομένως, η εξίσωση η οποία προσδιορίζει την αξία της επιχείρησης για τη μέθοδο Προσαρμοσμένης Παρούσας Αξίας είναι η ακόλουθη:

$$\text{Αξία Μοχλευμένης Επιχείρησης} = \frac{\text{FCFF}_0 * (1 + g)}{r_u - g} + t_0 * D - \pi_\alpha * \text{BC}$$

Συμπερασματικά, η εν λόγω μέθοδος κατέχει ένα συγκριτικό πλεονέκτημα σε σχέση με άλλες μεθόδους. Αυτό είναι το ότι ξεχωρίζει τις επιπτώσεις της δανειακής υποστήριξης σε διαφορετικά συστατικά και επιτρέπει τη χρήση ξεχωριστών συντελεστών προεξόφλησης για κάθε συστατικό. Επίσης, δεν είναι αναγκαία η υπόθεση ότι ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης πρέπει να παραμείνει σταθερός εις το διηνεκές (όπως στη μέθοδο του κόστους κεφαλαίου). Παρόλα αυτά, η δυσκολία στον προσδιορισμό της ενδεχόμενης πτώχευσης και του κόστους πτώχευσης, συνεχίζει να παραμένει. Είναι επίσης σημαντικό να αναφέρουμε ότι, η μέθοδος προσαρμοσμένης παρούσας αξίας καθώς και η μέθοδος κόστους κεφαλαίου, κάτω από τις ίδιες συνθήκες, παρέχουν όμοια αποτελέσματα.

### **3.2.3. Μέθοδοι στηριζόμενοι στους Πολλαπλασιαστές (Multiples Valuation or Comparable Companies' Method)**

Στόχος της ενότητας είναι η παρουσίαση των σημαντικότερων πολλαπλασιαστών που χρησιμοποιούνται κατά τη διαδικασία αποτίμησης μιας επιχείρησης. Όλοι οι πολλαπλασιαστές είναι δείκτες μεταξύ της τρέχουσας αξίας και ενός μέτρου αξίας της εταιρείας. Οι δείκτες είναι πολύ γνωστοί λόγω του απλού τρόπου υπολογισμού τους και της εύκολης ανεύρεσης τους.

Η μέθοδος Πολλαπλασιαστών διαφέρει από τα υπόλοιπα μοντέλα αποτίμησης καθώς προσπαθεί να προσδιορίσει την αξία μιας επιχείρησης βάσει των στοιχείων της

αγοράς. Σε μια εταιρεία η αξία της καθορίζεται με τον υπολογισμό κάποιων αριθμοδεικτών. Σύμφωνα με τον Damodaran η μέθοδος πολλαπλασιαστών αποτελεί την σημαντικότερη μέθοδο αποτίμησης.

Σκοπός της μεθόδου είναι η σωστή εκτίμηση της αξίας της εταιρείας σύμφωνα με τις τιμές της αξίας των παρόμοιων εταιρειών που υπάρχουν στην αγορά. Τα βασικά συστατικά της είναι η μετατροπή των τιμών της σε πολλαπλασιαστές και η εύρεση ίδιων εταιρειών οι οποίες θα μπορούν να συγκριθούν με την εταιρεία που θέλουμε να προσδιορίσουμε την αξία της. Με την μέθοδο αυτή κατανοούμε ότι οι προβλέψεις που γίνονται προς όφελος της εταιρείας, για την κερδοφορία της, την οικονομική και κοινωνική της ανάπτυξη αλλά και για τα προβλήματα που δημιουργούνται από τις συγκρίσεις της με άλλες εταιρείες βασίζονται στην αγορά.

Η συγκεκριμένη μέθοδος αποτίμησης είναι αρκετά γνωστή καθώς την χρησιμοποιούν πολύ συχνά οι εκτιμητές. Ο βασικός λόγος για την χρήση των μεθόδων αυτών είναι η απλότητά τους σε αντίθεση με άλλες που αναγκάζουν τους εκτιμητές να κάνουν πολύπλοκες πράξεις και προβλέψεις για την μελλοντική κερδοφορία και ανάπτυξη της επιχείρησης. Επιπλέον η μέθοδος αυτή ξεχωρίζει γιατί λόγω της απλότητάς της είναι πιο εύκολη στο να την κατανοήσουμε και να την παρουσιάσουμε σε σχέση με την μέθοδο των ταμειακών ροών και των λογιστικών δεδομένων. Σύμφωνα με τους αναλυτές, ένας ακόμη λόγος που την προτιμούν είναι ότι μέσα από τους πολλαπλασιαστές βρίσκουμε την σχετική αξία της εταιρείας στην αγορά που σημαίνει ότι είναι πιο κοντά στην αγοραία της τιμή σε σχέση με των προεξοφλητικών ταμειακών ροών.

Από την άλλη πλευρά έχει παρατηρηθεί ότι οι ίδιοι λόγοι, που κάνουν τους αναλυτές να επιλέξουν την μέθοδο αποτίμησης των πολλαπλασιαστών, είναι εκείνοι που τους αναγκάζουν κάποιες φορές να μην την επιλέγουν. Το γεγονός ότι οι υπολογισμοί είναι πολύ εύκολοι δημιουργούν τον κίνδυνο της απόκλισης ως προς την αξία που προσπαθούμε να προσδιορίσουμε καθώς δεν λαμβάνονται υπόψη κάποιοι παράγοντες όπως ο ρυθμός ανάπτυξης της εταιρείας. Σύμφωνα με τον Damodaran η μέθοδος των πολλαπλασιαστών μπορεί να αλλοιώσει τα αποτελέσματα καθώς οι προβλέψεις που γίνονται κατά την διάρκεια της αποτίμησης δεν είναι αντικειμενικές.

Τα βήματα που ακολουθούνται για την αποτίμηση με τη χρήση των πολλαπλασιαστών σύμφωνα με τους K. Palepu, P. Healy, V. Bernard είναι:

- Για τον υπολογισμό του πολλαπλασιαστή θα πρέπει να επιλέξουμε ένα μέτρο αξίας είτε κέρδη είτε πωλήσεις είτε ταμιακές ροές κ.α.
- Για κάθε εταιρεία που μπορεί να συγκριθεί θα πρέπει να υπάρχει ένας πολλαπλασιαστής αξίας.
- Ο πολλαπλασιαστής που έχει κάθε συγκρίσιμη εταιρεία θα πρέπει εφαρμόζεται.

Όπως λένε οι K. Palepu, P. Healy, V. Bernard, ως «συγκρίσιμες» χαρακτηρίζονται οι επιχειρήσεις που εμφανίζουν παρόμοια λειτουργικά και οικονομικά χαρακτηριστικά. Παρόλο που ως ιδανικές θεωρούνται ότι είναι οι επιχειρήσεις που ανήκουν στον ίδιο κλάδο, στην πράξη είναι δύσκολο να βρεθούν πολλαπλασιαστές για παρόμοιες επιχειρήσεις. Υπάρχουν βέβαια και πολλές περιπτώσεις κατά τις οποίες δυσκολεύεται περισσότερο η εύρεση άλλων επιχειρήσεων για να συγκριθούν μεταξύ τους, καθώς ανήκουν σε περισσότερους του ενός κλάδους. Ακόμη και στον ίδιο κλάδο να ανήκουν πάλι είναι δύσκολο να συγκριθούν καθώς διαφέρουν ως προς τις στρατηγικές που ακολουθούν και την πρόοδο της ανάπτυξής τους αλλά και στον χρόνο ύπαρξής τους. Για να αποφύγουν τα προβλήματα αυτά οι αναλυτές μπορούν είτε να συγκρίνουν εταιρείες που εμφανίζουν περισσότερες ομοιότητες ή πρέπει να χρησιμοποιούν έναν μέσο όρο όλων των επιχειρήσεων ενός κλάδου.

Αν και θεωρείται ότι η μέθοδος των πολλαπλασιαστών είναι απλή και χωρίς δυσκολίες στην εφαρμογή της, στην πράξη τα πράγματα είναι τελείως διαφορετικά. Η εύρεση και η αναγνώριση των επιχειρήσεων που μπορούν να συγκριθούν δεν είναι εύκολη. Πολλές φορές λόγω της ύπαρξης μεγάλης διασποράς μεταξύ των τιμών των πολλαπλασιαστών θεωρείται ότι το αποτέλεσμα δεν είναι αξιόπιστο. Επιπλέον οι διαφορές μεταξύ των επιχειρήσεων που εμφανίζουν οι πολλαπλασιαστές και ο καθορισμός του κατά πόσο εύκολα μπορεί να εφαρμοστοί ένας πολλαπλασιαστής μιας επιχείρησης σε μια άλλη, απαιτεί την κατανόηση των παραγόντων που έχει ο κάθε πολλαπλασιαστής. Έτσι μέσα από μια ανάλυση πολλαπλασιαστών μπορούμε να πάρουμε πληροφορίες σχετικά με την ίδια την εταιρεία αλλά και τους ανταγωνιστές της, για αυτό και θεωρείται πολύ χρήσιμη κατά την διάρκεια της αποτίμησης. Ο λόγος είναι ότι καθώς έχουμε προσδιορίσει την αξία με την χρήση άλλων μεθόδων,

μπορούμε με τους πολλαπλασιαστές να αξιολογήσουμε την αξία και τις διαφορές μεταξύ της υπό αποτίμησης εταιρείας και των συγκρίσιμων με αυτήν εταιρειών.

Σύμφωνα με τον P. Fernandez οι πολλαπλασιαστές με την μεγαλύτερη συχνότητα χρήσης από τους αναλυτές είναι:

**ΠΙΝΑΚΑΣ 1: Πολλαπλασιαστές με Μεγαλύτερη Συχνότητα Χρήσης**

P/E Price earnings ratio	P/units Price to units
P/output Price to output	P/Customer Price to customer
P/AV Price to asset value PER Price earnings to growth	EV/FCF Enterprise value to unlevered free cash flow
P/S Price to sales	EV/BV Enterprise value to book value
P/LFCF Price to levered free cash flow	EV/EG Enterprise value to EBITDA growth
P/BV Price to book value	EV/EBITDA Enterprise value to EBITDA
P/CE Price to cash flow earnings	EV/S Enterprise value to sales

Σημαντικό ρόλο στις διαφορές που παρουσιάζουν οι πολλαπλασιαστές μεταξύ των εταιρειών του ίδιου κλάδους αλλά και στην αξιολόγηση της εκτιμώμενης αξίας παίζουν οι μεταβλητές όπως ο επιχειρηματικός κίνδυνος, η απόδοση επί των ιδίων κεφαλαίων, ο ρυθμός ανάπτυξης της επιχείρησης, οι επενδυτικές ανάγκες, η κεφαλαιακή διάρθρωση κ.α.

### 3.2.3.1. Βασική Μεθοδολογία Υπολογισμού Πολλαπλασιαστών

Σύμφωνα με τους J. Liu, D. Nissim και J Thomas (στο Cash Flow is King Comparing Valuations Based on Cash Flow Versus Earnings Multiples, 2002) για να αποτιμήσουμε την αξία μιας επιχείρησης με την χρήση της μεθόδου των πολλαπλασιαστών θα πρέπει να υπάρχει μια σχέση μεταξύ της αξίας μιας εταιρείας σε μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο με ένα μέτρο αξίας που έχουμε ορίσει. Σαν μέτρο αξίας χρησιμοποιούμε τα κέρδη, τα μερίσματα και τις λειτουργικές ταμειακές ροές. Για να υπολογιστεί η αξία χρησιμοποιούνται επιπλέον τα πιθανά σφάλματα αποτίμησης καθώς και ο πολλαπλασιαστής του κλάδου της επιχείρησης. Εάν θεωρήσουμε ότι η αξία είναι  $p_{it}$ , η εταιρεία είναι  $i$ , η περίοδος  $t$ , το μέτρο αξίας  $x_{it}$ , τα σφάλματα αποτίμησης  $\epsilon_{it}$  και ο πολλαπλασιαστής κλάδου  $\beta_i$ , τότε προκύπτει ο τύπος:

$$p_{it} = \beta_i x_{it} + \epsilon_{it}$$

Για να υπολογίσουμε σωστά τον πολλαπλασιαστή θα πρέπει πρώτα να υπολογίσουμε τα σφάλματα. 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. Αυτό συμβαίνει επειδή με αυτόν τον τρόπο περιορίζονται πιθανά σφάλματα ή προκαταλήψεις που οφείλονται στη συμμετοχή της εταιρείας στον υπολογισμό του πολλαπλασιαστή στον οποίο θα βασιστεί η αξίας της. Από τον πολλαπλασιασμό του εκτιμώμενου πολλαπλασιαστή ( $b_{it}$ ) με ένα μέτρο αξίας προκύπτει η εκτιμώμενη αξία της επιχείρησης ( $v_{it} = b_{it} * x_{it}$ ), ενώ η διαφορά της με την τρέχουσα αξία προσδιορίζει το σφάλμα αποτίμησης ( $e_{it} = p_{it} - v_{it}$ ).

Η σύγκριση των σφαλμάτων αποτίμησης μεταξύ των εταιρειών του κλάδου σε συγκεκριμένες χρονικές περιόδους γίνεται βάσει του δείκτη  $e_{it}/p_{it}$  (price-deflated valuation error), ο οποίος δίνεται από τη σχέση:

$$e_{it}/p_{it} = (p_{it} - v_{it}) / p_{it} = (p_{it} - b_{it} * x_{it}) / p_{it}$$

Για να συγκριθούν δύο μέτρα αξίας, υπολογίζουμε όλους τους δείκτες  $e_{it}/p_{it}$  για όλες τις επιχειρήσεις ανά περίοδο, και στη συνέχεια εξετάζουμε τη διασπορά κάθε κατανομής. Το μέτρο αξίας με τη μικρότερη διασπορά θεωρείται από τους αναλυτές ότι έχει καλύτερες επιδόσεις. Αρκετά συχνά οι αναλυτές θα πρέπει να χρησιμοποιούν

το μέσο όρο ή τη διάμεσο της τιμής της αξίας για το μέτρο αξίας έτσι ώστε να προσδιορίσουν τον πολλαπλασιαστή του κλάδου.

### **3.2.3.2. Πολλαπλασιαστής Τιμή προς Κέρδη ανά Μετοχή [Price-to-Earnings per Share Multiple (P/E)]**

Ο πιο μαζικά διαδεδομένος δείκτης για την μέθοδο αποτίμησης και αξιολόγησης μετοχών σύμφωνα με τους αναλυτές είναι ο πολλαπλασιαστής κερδών (P/E), πλεονέκτημά του είναι τα λογιστικά κέρδη που προσεγγίζουν καλύτερα τις ταμειακές ροές σε σχέση με τις πωλήσεις. Επιπλέον οποιαδήποτε πρόβλεψη ή εκτίμηση στηρίζεται σε κέρδη ανά μετοχή είναι σαφώς πιο αξιόπιστη σε σχέση με ένα άλλο οικονομικό μέγεθος.

Ο δείκτης αυτός υπολογίζεται εάν διαιρέσουμε την αγοραία τιμή της υπό ανάλυση μετοχής με τα κέρδη ανά μετοχή P/E και εκφράζει το ποσό των χρηματικών μονάδων που είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν οι επενδυτές για την απόκτηση της μετοχής από την υπό εξέταση εταιρεία. Διαφορετικά μπορούμε να πούμε ότι εκφράζει τον χρόνο επανάκτησης κεφαλαίου, δηλαδή σε πόσα χρόνια θα καταφέρει να πάρει πίσω ολόκληρο το κεφάλαιό του ένας επενδυτής όταν παραμείνουν σταθερά η χρηματιστηριακή τιμή και τα κέρδη ανά μετοχή.

Συνήθως όσες επιχειρήσεις έχουν υψηλό δείκτη P/E πρέπει να έχουν χαμηλό κίνδυνο και υψηλό ρυθμό ανάπτυξης σε σχέση με εκείνες που βρίσκονται σε χαμηλά επίπεδα, αυτό σημαίνει ότι οι επενδυτές αναμένουν αύξηση των κερδών τους. Αντίστοιχα όταν ο δείκτης είναι χαμηλός, αναμένεται ότι θα μειωθούν τα κέρδη οπότε οι επενδυτές αποφεύγουν την αγορά μετοχών άρα πέφτει και η τιμή τους σε σχέση με τα κέρδη. Παρόλα αυτά, ο δείκτης P/E από μόνος του αν και απλός, δεν προσφέρει επαρκή πληροφόρηση για την αξία μιας μετοχής, αντίθετα ως προς την εφαρμογή του έχει κάποιες ασάφειες και προβλήματα. Για παράδειγμα, αν και είναι εύκολο το να βρούμε την τρέχουσα αγοραία τιμή μιας μετοχής είναι δύσκολο να υπολογίσουμε τα κέρδη ανά μετοχή. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι υπάρχουν διαφορές ως προς τον τρόπο αναγνώρισης των εσόδων και ότι ο υπολογισμός των κερδών ανά μετοχή στηρίζεται στην πολύπλοκη λογιστική αρχή της δεδουλευμένης βάσης (accrual accounting) η

οποία αναγνωρίζει τα έσοδα την στιγμή της πραγματοποίησής τους και όχι τη στιγμή της είσπραξης των μετρητών. Έτσι ο πιο ασφαλής τρόπος χρήσης του δείκτη είναι μέσα από την σύγκριση του συγκεκριμένου δείκτη με άλλη εταιρεία του ίδιου κλάδου ή από την ίδια εταιρεία σε διαφορετική χρονική περίοδο.

Ο κάθε αναλυτής θα πρέπει να λαμβάνει υπόψη του τη χρονική περίοδο που υπολογίζονται τα κέρδη, που κατά βάση πρόκειται για παρελθόντα κέρδη, καθώς και τις απαιτούμενες προσαρμογές στα τωρινά κέρδη έτσι ώστε να μπορεί ο δείκτης να συγκριθεί με άλλους δείκτες του κλάδου στο εσωτερικό και το εξωτερικό. Επειδή με τον τρόπο αυτό υπολογίζεται ένα εύρος αξίας για την εταιρεία, ο πολλαπλασιαστής κερδών αποτελεί μια τιμή αναφοράς της εταιρείας σε σχέση με τις ενδείξεις του Χρηματιστηρίου ή του κλάδου. Εάν η εταιρεία που γίνεται η αποτίμηση δεν είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο πρέπει να γίνει μείωση της αξίας περίπου στο 15-20%. Η αξία αυτή μπορεί να προσαυξηθεί εάν η εταιρεία, συγκριτικά με άλλες εταιρείες του κλάδου, παρουσιάσει διαφορετική δομή και αποτελεσματικότητα.

Οι αναλυτές χρησιμοποιούν τρεις κυρίως μορφές του δείκτη P/E:

1. Η πρώτη μορφή είναι ο τρέχον δείκτης P/E (trailing or current P/E) και υπολογίζεται με την διαίρεση της τρέχουσας αγοραίας τιμής της μετοχής με τα κέρδη ανά μετοχή της αμέσως προηγούμενης χρήσης.
2. Η δεύτερη μορφή είναι ο κύριος ή μελλοντικός δείκτης P/E (leading or prospective or forward P/E) και είναι το πηλίκο της τρέχουσας αγοραίας τιμής της μετοχής με τα αναμενόμενα κέρδη ανά μετοχή της αμέσως επόμενης χρήσης.
3. Η τρίτη μορφή είναι ο κυλιόμενος δείκτης P/E (trailing P/E ratio) και είναι το πηλίκο της τρέχουσας αγοραίας τιμής της μετοχής με τα αναμενόμενα κέρδη, κυλιόμενα κέρδη των τελευταίων συνήθως τεσσάρων τριμήνων.

Επειδή ο δείκτης υπολογίζεται με 3 διαφορετικούς τρόπους, ο αναλυτής είναι υποχρεωμένος, προκειμένου να είναι σωστό και όσο γίνεται περισσότερο αντικειμενικό το αποτέλεσμα, να χρησιμοποιεί τον ίδιο τρόπο υπολογισμού του δείκτη σε όλες τις υπό εξέταση εταιρείες και σε όλες τις χρονικές περιόδους. Επιπλέον, ο αναλυτής θα πρέπει πάντα να ερευνά την επιχείρηση που θέλει να



συγκρίνει γιατί κατά καιρούς κάποιες επιχειρήσεις εξαγοράζονται ή συγχωνεύονται, με αποτέλεσμα να αλλάζουν το αντικείμενο τους, οπότε αλλάζει και ο δείκτης P/E που πολλές φορές δεν είναι αντιπροσωπευτικός για να εκφράσει την πορεία της καινούργιας επιχείρησης.

Όπως είναι φυσικό και αυτός ο δείκτης εμφανίζει κάποια μειονεκτήματα, ένα από τα μειονέκτημα είναι η υπερτίμηση κάποιων κλάδων από την αγορά σε συγκεκριμένες περιόδους. Για παράδειγμα εάν μια επιχείρηση έχει χαμηλότερο P/E σε σχέση με άλλες παρόμοιες επιχειρήσεις, δεν σημαίνει ότι θα έχει «φθηνότερη» μετοχή ούτε ότι θα υπάρχει κάποιος κίνδυνος ως προς τη μετοχή επειδή ο κλάδος είναι υπερτιμημένος. Επιπλέον όσον αφορά στα κέρδη που χρησιμοποιούνται σαν παρανομαστής του δείκτη, θα πρέπει να τονιστεί ότι αντιπροσωπεύουν τα πραγματικά κέρδη της επιχείρησης από τις κύριες δραστηριότητές της. Αξίζει να πούμε ότι λόγω του ότι οι εκτιμήσεις των αναλυτών σχετικά με την οικονομική επίδοση των επιχειρήσεων από χρόνο σε χρόνο είναι αισιόδοξες, πιστεύεται ότι οι επιχειρήσεις θα αυξήσουν τα κέρδη τους μελλοντικά, και ότι ο υπολογιζόμενος forward P/E δείκτης είναι σχεδόν συνέχεια χαμηλότερος του trailing P/E, ειδικά για όσες επιχειρήσεις εμφανίζουν υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης. Αυτό έχει σαν συνέπεια, ένας χαμηλός forward P/E δείκτης αν εξεταστεί μεμονωμένα μπορεί να αποδειχθεί εξαιρετικά παραπλανητικός για την αξία μιας επιχείρησης, στην περίπτωση που δεν τεκμηριωθούν επαρκώς οι υποθέσεις για την μελλοντική οικονομική απόδοση της υπό εξέταση εταιρείας.

### 3.2.3.2.1. Τρόποι Χρήσης των Πληροφοριών από τον Δείκτη P/E

Υπάρχουν τρεις τρόποι που χρησιμοποιούνται οι πληροφορίες που παίρνουμε από τον πολλαπλασιαστή κερδών:

1. Μέθοδος ορθού πολλαπλασιαστή κερδών: η μέθοδος αυτή έχει σαν απαίτηση να γίνεται λεπτομερής ανάλυση για κάθε μετοχή, χρησιμοποιούνται όλα τα μεγέθη της επιχείρησης με σκοπό να καταλήξουμε σε έναν δείκτη p/e που θα είναι σωστός για την συγκεκριμένη μετοχή. Αν και είναι απλή μέθοδος, ένα μειονέκτημά της είναι ότι οι εκτιμήσεις που γίνονται για να καταλήξουμε στις

τιμές για τις μεταβλητές που χρησιμοποιούνται, είναι δύσκολες και το αποτέλεσμά τους δεν είναι απόλυτα σωστό. Για να έχουμε ένα ορθό δείκτη P/E μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε την μέθοδο της παλινδρόμησης (πρόκειται για μια μέθοδο που εκτιμά τους παράγοντες αλλά και τον τρόπο που επιδρούν στο μέγεθος το οποίο θέλουμε να υπολογίσουμε). Ουσιαστικά επιλέγουμε κάποια χαρακτηριστικά που πιθανόν επηρεάζουν τον δείκτη P/E και ένα σύνολο μετοχών των οποίων η τιμή και τα κέρδη είναι γνωστά. Στην συνέχεια εντοπίζονται οι παράγοντες και βρίσκουμε τον δίκαιο πολλαπλασιαστική κερδών. Η χρήση της μεθόδου παλινδρόμησης δεν είναι διαδεδομένη επειδή παρουσιάζει σοβαρά μειονεκτήματα. Βασικό της μειονέκτημα είναι ότι οι συντελεστές των μεταβλητών αλλά και οι ίδιες οι μεταβλητές μεταβάλλονται ανά χρόνο και ανά ομάδα.

2. Μέθοδος της ιστορικής σύγκρισης: ουσιαστικά ο επενδυτής μελετά το παρελθόν μιας μετοχής για να δει πως ήταν το μέσο P/E και να το συγκρίνει με το τρέχον. Στην συγκεκριμένη μέθοδο, δεν ερευνάμε τα μελλοντικά κέρδη αφού έχει μακροπρόθεσμο χαρακτήρα. Ωστόσο χρησιμοποιείται συχνά για την συνολική αγορά μετοχών με καλύτερα αποτελέσματα από ότι η μελέτη μεμονωμένων μετοχών.
3. Μέθοδος του benchmarking: ένας από τους λόγους που χρησιμοποιούμε τον δείκτη P/E είναι για να συγκρίνουμε απευθείας τις μετοχές και να επιλεγεί η πιο ελκυστική. Το όνομά της η μέθοδος το πήρε από την επιστήμη που είναι η σύγκριση των επιχειρήσεων για τον εντοπισμό των δυνατών και αδύνατων σημείων. Αρχικά εντοπίζουμε το αντικείμενο σύγκρισης, κυρίως είναι ο μέσος P/E του κλάδου γιατί έχουν σαν πλεονέκτημα ότι μειώνουν το τυχαίο σφάλμα που μπορεί να προκύψει, γενικά όσο πιο μεγάλο είναι το εύρος του μέσου τόσο πιο λίγα είναι τα τυχαία λάθη. Στη συνέχεια συγκρίνεται ο πολλαπλασιαστική κερδών της μετοχής και οι διαφορές που θα προκύψουν θα γίνει μια προσπάθεια να εξηγηθούν με βάση τα θεμελιώδη μεγέθη της επιχείρησης. Αν η διαφορά προκύπτει από τις διαφορές στο ρυθμό ανάπτυξης ή στην απόδοση της μετοχής, τότε η μετοχή είναι σωστά τιμολογημένη, αλλιώς η μετοχή ενδέχεται να είναι υπερτιμολογημένη ή υποτιμολογημένη.

### 3.2.3.2.2. Παράγοντες που Επηρεάζουν τον Πολλαπλασιαστική Κερδών

Είναι γνωστό ότι οι επιχειρήσεις αλλά και οι μετοχές τους επηρεάζονται από τους μακροοικονομικούς παράγοντες. Έρευνες έχουν δείξει ότι οι τιμές των μετοχών δείχνουν την οικονομική τάση εννέα μήνες πριν φανεί στην πράξη και στα κυβερνητικά νούμερα. Οι βασικότεροι μακροοικονομικοί παράγοντες είναι η ανάπτυξη της οικονομίας, ο πληθωρισμός και τα επιτόκια.

**Ανάπτυξη της οικονομίας:** Καθώς αυξάνονται οι ρυθμοί ανάπτυξης της οικονομίας αυξάνονται και οι τιμές των μετοχών. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι η τιμή μιας μετοχής ισούται με την προεξοφλημένη αξία των μελλοντικών μερισμάτων που πιστεύεται ότι θα δώσει η μετοχή, και επειδή τα κέρδη θεωρείται ότι θα είναι αυξημένα, θα είναι και υψηλότερη η τιμή που δέχονται να καταβάλουν οι επενδυτές. Αυτό ισχύει για την πλειοψηφία των μετοχών, αλλά όχι κατά τον ίδιο τρόπο για όλες. Μετοχές με υψηλό κίνδυνο θα έχουν μεγαλύτερες μειώσεις τιμών και πολλαπλασιαστών κερδών γιατί σε αυτές τις επιχειρήσεις θα υπάρχει μεγαλύτερη μείωση κερδών.

**Πληθωρισμός και επιτόκια:** πριν από κάθε επενδυτική κίνηση θα πρέπει να εξετάζεται το ύψος των επιτοκίων. Για να μπορέσουμε να υπολογίσουμε την απόδοση μιας επένδυσης στηρίζομαστε στο ακίνδυνο επιτόκιο. Έτσι οι αυξομειώσεις των επιτοκίων θα επηρεάσουν και το ύψος των τιμών των μετοχών και των τιμών του πολλαπλασιαστή κερδών. Από την στιγμή που θα υπάρξει αύξηση του ακίνδυνου επιτοκίου, οι επενδυτές θα μπορούν να χρησιμοποιήσουν τα κεφάλαιά τους και να έχουν μεγαλύτερη απόδοση από τις άλλες επενδύσεις. Για να έχουν οι επενδυτές καλύτερη απόδοση, θα πρέπει να μειωθούν οι τιμές των μετοχών, για αυτό αυξάνονται τα επιτόκια.

### **3.2.3.3. Πολλαπλασιαστής Τιμή προς Κέρδη ανά Μετοχή ανά Ρυθμό Ανάπτυξης [Price-to-Earnings per Share Growth Multiple (PEG)]**

Από τα σημαντικότερα μειονεκτήματα του δείκτη P/E είναι η μορφή του, αφού αναφέρεται στο παρελθόν και όχι στο μέλλον, οπότε δεν λαμβάνεται υπόψη η μελλοντική πορεία και η ενδεχόμενη δυναμική μεγέθυνση της εταιρείας, πράγμα που κυρίως ενδιαφέρει τους επενδυτές για την διαδικασία της αποτίμησης. Έτσι έγινε μια

παραλλαγή του δείκτη P/E και δημιουργήθηκε ο δείκτης PEG που μας δείχνει τον ρυθμό ανάπτυξης και την διαχρονική πορεία των κερδών της εταιρείας προς το δείκτη P/E της μετοχής της ίδιας εταιρείας. Για τον υπολογισμό του, διαιρούμε τον δείκτη P/E μιας επιχείρησης με το μέσο ετήσιο ρυθμό ανάπτυξης των κερδών της εξεταζόμενης περιόδου. Με βάση τον δείκτη PEG, εάν όλοι οι παράγοντες που επηρεάζουν την αξία είναι σταθεροί και ο δείκτης είναι μεγαλύτερος της μονάδας, τότε πιθανόν η μετοχή είναι υπερτιμημένη ή η αγορά αναμένει μεγαλύτερη αύξηση των κερδών στο μέλλον. Εξίσου, εάν ο δείκτης είναι μικρότερος της μονάδας, πιθανόν η μετοχή να είναι υποτιμημένη ή η αγορά δεν περιμένει την αναμενόμενη αύξηση των κερδών ή ότι υπάρχει μείωση των προσδοκιών της αγοράς για την εξέλιξη των κερδών της εταιρείας. Ο τύπος υπολογισμού του δείκτη αυτού είναι:

$$PEG = \frac{\text{Forward } \frac{P}{E} \text{ Ratio}}{\text{Year EPS Growth Rate}}$$

όπου: EPS = Earnings per Share

Από τα σημαντικότερα προβλήματα του δείκτη PEG είναι η ταυτόχρονη μεταβολή του ρυθμού ανάπτυξης και των κινδύνων που έχει μια αναπτυσσόμενη επιχείρηση. Αυτός είναι και ο λόγος που τις περισσότερες φορές ο συγκεκριμένος δείκτης χρησιμοποιείται εσφαλμένα καθώς η επιχείρηση γίνεται πιο επικίνδυνη από το μέσο όρο του κλάδου της. Κάθε φορά που χρησιμοποιείται ο δείκτης PEG για την σύγκριση των επιχειρήσεων, γίνεται αποδεκτή η υπόθεση ότι ο ρυθμός ανάπτυξης είναι ίδιος για όλες τις επιχειρήσεις. Όσα λιγότερα διαθέσιμα κεφάλαια χρησιμοποιούνται για την ανάπτυξη μια επιχείρησης και όσο μικρότεροι είναι οι κίνδυνοι που δημιουργούν οι δραστηριότητες της επιχείρησης, τόσο μεγαλύτερη είναι η αξία της επιχείρησης. Αυτό σημαίνει ότι αξιολογείται το ίδιο η μετοχή μιας επιχείρησης που έχει ρυθμό ανάπτυξης 15% και η αξία της μετοχής είναι 15 φορές τα κέρδη της σε σχέση με άλλη επιχείρηση που διαφέρει μόνο ως προς την αξία της μετοχής. Για να μπορέσουμε να επιτύχουμε μια ανάπτυξη αλλά και να είναι αξιόπιστες οι υποθέσεις που κάνουμε, θα πρέπει, κατά την διάρκεια της αξιολόγησης του δείκτη, να υπολογιστούν οι επενδύσεις που πρέπει να γίνουν καθώς και τα κεφάλαια.

### 3.2.3.4. Πολλαπλασιαστικής Τιμής ανά Πωλήσεις [Price-to-Sales Multiple (P/S)]

Ένας από τους πιο διάσημους δείκτες αποτίμησης της αξίας των επιχειρήσεων είναι ο πολλαπλασιαστικής πωλήσεων. Πρόκειται για ένα μέτρο σύγκρισης μετοχών το οποίο έχει τραβήξει την προσοχή του επενδυτικού κοινού μετά από την δημοσίευση του βιβλίου του Kenneth Fisher το 1984 «Super Stocks». Θεωρείται ιδιαίτερα δημοφιλής μετά από μελέτη του James O'Shaughnessy το 1996 ο οποίος τον παρουσιάζει σαν «βασιλιά των δεικτών αξιολόγησης».

Ο συγκεκριμένος δείκτης συγκρίνει δυο μεγέθη που δεν έχουν σχέση μεταξύ τους και προσδιορίζει, ότι άσχετα με το μέγεθος των πωλήσεων, στους μετόχους ανήκουν μόνο τα κέρδη. Ορίζεται ως η σχέση της τρέχουσας τιμής της μετοχής μιας εταιρείας με τις πωλήσεις ανά μετοχή και δείχνει πόσα χρήματα δέχεται να διαθέσει η αγορά για ένα ευρώ πωλήσεων της συγκεκριμένης επιχείρησης:

$$p/s = \frac{\text{Stock's Market Price}}{\text{Sales Per Share}}$$

Σημαντικό πλεονέκτημα του συγκεκριμένου δείκτη είναι οι πωλήσεις, λόγω του ότι πρόκειται για ένα οικονομικό μέγεθος, δεν μπορούν εύκολα να χρησιμοποιηθούν σε λογιστικές υποθέσεις ούτε να μετατραπούν, δεν είναι ποτέ αρνητικές ενώ σπάνια είναι μηδενικές. Οι πωλήσεις δεν μεταβάλλονται τόσο εύκολα όπως τα κέρδη, τα οποία μπορεί περιστασιακά να αυξομειώνονται ανάλογα με τα έκτακτα έσοδα ή έξοδα που πιθανόν να προκύψουν. Θεωρείται ότι οι πωλήσεις αποτελούν ένα σταθερό μέγεθος, το οποίο μπορεί να χρησιμοποιηθεί για σύγκριση μεταξύ ίδιων εταιρειών παρόλο που τα αποτελέσματα χρήσεως εμφανίζουν κυκλικές διακυμάνσεις που διαφέρουν αρκετά από χρόνο σε χρόνο. Ο συγκεκριμένος πολλαπλασιαστής είναι εύκολος ως προς την χρήση του για αυτό και είναι ιδιαίτερα χρήσιμος, για την αποτίμηση επιχειρήσεων που εμφανίζουν σημαντικές διαφοροποιήσεις στα κέρδη τους αλλά και στην επιλογή μετοχών κυρίως σε κλάδους με υψηλή ανάπτυξη.

Όπως οι άλλοι έτσι και αυτός ο πολλαπλασιαστής (P/S) έχει κάποια μειονεκτήματα που τον περιορίζουν ως προς την εφαρμογή του. Για παράδειγμα η αξία των

πωλήσεων μιας επιχείρησης δεν είναι κάθε φορά σταθερή, αυτό σημαίνει ότι μπορεί να αποτιμάται είτε σε χαμηλότερο είτε σε υψηλότερο επίπεδο, ανάλογα πάντα με την κερδοφορία της. Μια εταιρεία μπορεί να έχει υψηλά έσοδα από τις πωλήσεις της, αυτό δεν αποκλείει το γεγονός ότι δεν θα υπάρχουν και σοβαρές απώλειες χρηματικών ποσών κατά τη διάρκεια που γίνονται οι συναλλαγές, οπότε τα συμπεράσματα στα οποία θα καταλήξουν, δεν θα είναι ασφαλή ως προς την κερδοφορία που προσπαθεί να επιτύχει η επιχείρηση.

Στο συγκεκριμένο πολλαπλασιαστή (P/S) θα πρέπει να τονισθεί ότι η αξία του ενός ευρώ κέρδους είναι ανεξάρτητη από τις πωλήσεις που απαιτείται για την πραγματοποίησή του. Άρα κάθε ευρώ πωλήσεων μιας εταιρείας που έχει υψηλή κερδοφορία αξίζει περισσότερο από εκείνα της εταιρείας με χαμηλότερα περιθώρια κέρδους. Γι' αυτό και θεωρείται από τους σημαντικότερους δείκτες μόνο όταν συγκρίνονται επιχειρήσεις του ίδιου κλάδου ή κλάδων που έχουν σχεδόν ίδια περιθώρια κέρδους.

Ιδιαίτερα χαρακτηριστικά του δείκτη P/S σε σχέση με τους υπόλοιπους δείκτες είναι η σταθερότητά του που του προσδίδει ιδιαίτερη αξία σε σύγκριση με τους άλλους δείκτες, για παράδειγμα μπορεί να μεταβάλλονται τα κέρδη οι πωλήσεις όμως μπορεί να παρουσιάζουν μια σταθερότητα. Επιπλέον τα αποτελέσματα του δείκτη θεωρούνται από τα πιο αξιόπιστα όταν αφορούν τις πωλήσεις ακόμα και όταν παραποιούνται τα κέρδη ανάλογα με την επιθυμία της επιχείρησης.

### **3.2.3.5. Πολλαπλασιαστής Τιμή ανά Λογιστική Αξία [Price-to-Book Value Multiple (P/BV)]**

Μέσα από έρευνες των Fama and French το 1992 και το 1996 καθιέρωσαν έναν καινούργιο δείκτη που προσδιορίζει την Τιμή προς Λογιστική αξία (P/BV ή αλλιώς πολλαπλασιαστής λογιστικής αξίας) και αποτελεί ένα από τα βασικότερα κριτήρια εκτίμησης της πραγματικής αξίας των μετοχών. Ο συγκεκριμένος δείκτης είναι εξίσου δημοφιλής ανάμεσα στους επαγγελματίες επενδυτές αλλά και το ευρύ κοινό, καθώς παρέχει ένα από τα πιο ασφαλή μέτρα εκτίμησης της αξίας μιας επιχείρησης σε σχέση με τα κέρδη της και τον βρίσκουμε στην δεύτερη θέση προτίμησης χρήσης

πίσω από το δείκτη P/E. Τον δείκτη P/BV μπορούμε να τον βρούμε σε όλες τις οικονομικές εφημερίδες αλλά και site που ασχολούνται με το Χρηματιστήριο.

Ο πολλαπλασιαστής λογιστικής αξίας εκφράζει το μέγεθος κατά το οποίο η Λογιστική αξία πρέπει να πολλαπλασιαστεί για να μας δώσει την τιμή της μετοχής. Πολλές φορές τον χρησιμοποιούμε και σε Χρηματοοικονομικά προϊόντα για να πάρουμε τις τιμές των μετοχών, όπως για παράδειγμα στα ομόλογα που η λογιστική τους αξία δεν είναι απόλυτα βέβαιη. Η Λογιστική Αξία είναι η αξία της επιχείρησης όπως αυτή προκύπτει από τα βιβλία της, αυτό δηλαδή που η επιστήμη της Λογιστικής αποκαλεί Καθαρή θέση ή Ίδια κεφάλαια επειδή προέρχονται από την ίδια την επιχείρηση ή τους μετόχους της. Υπάρχουν δυο τρόποι για να αυξηθεί η λογιστική αξία της επιχείρησης, ο ένας είναι η έκτακτη εισφορά των μετοχών σε μια αύξηση του κεφαλαίου και ο άλλος είναι με την παρακράτηση των κερδών.

Ουσιαστικά η λογιστική αξία μας δείχνει μια εικόνα της περιουσίας που ανήκει στους μετόχους. Η εικόνα αυτή δεν είναι απόλυτα σωστή γιατί επηρεάζεται από τα μειονεκτήματα της Λογιστικής αξίας. Βασικότερο μειονέκτημα είναι ότι δεν υπάρχει αναλογία μεταξύ των λογιστικών καταστάσεων από διαφορετικές επιχειρήσεις που ανήκουν στον ίδιο κλάδο. Αυτό συμβαίνει επειδή οι επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν τις ίδιες καταστάσεις με διαφορετική μεταχείριση. Για παράδειγμα για την απογραφή των εμπορευμάτων, κάθε επιχείρηση μπορεί να χρησιμοποιήσει τρεις εναλλακτικές μεθόδους (lifo, fifo, μέσο σταθμικό) που δίνουν διαφορετικά αποτελέσματα η κάθε μια. Επιπλέον οι πληροφορίες που παίρνουμε για τις επιχειρήσεις που ασχολούνται με την παροχή υπηρεσιών δεν είναι απόλυτα σωστές. Αυτό οφείλεται στην Αρχή της συντηρητικότητας, αφού η συγκεκριμένη αρχή δεν επιτρέπει να καταγραφούν στα βιβλία πράγματα όπως το Brand name της επιχείρησης και υπαγορεύει ότι τα υλικά αγαθά θα πρέπει να καταγράφονται στην χαμηλότερη τιμή μεταξύ αξίας αγοράς και τρέχουσας. Ακόμα ένα μειονεκτήματα είναι η απλή προσέγγιση του πολλαπλασιαστή και το γεγονός ότι στηρίζεται σε λογιστικά κέρδη του παρελθόντος τα οποία έχουν μεγάλη απόκλιση από τα μελλοντικά κέρδη που θέλει η εταιρεία. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι κατά τη διάρκεια ύπαρξης της εταιρείας υπάρχουν αλλαγές, τόσο στην παραγωγική διαδικασία, όσο και στην οργάνωση της ίδιας της εταιρείας, οι οποίες χρειάζονται αρκετό χρόνο για να εμφανίσουν το αποτέλεσμά τους, αλλά και στο γεγονός ότι μπορεί να μην είναι αντιπροσωπευτική η αξία των πάγιων περιουσιακών

στοιχείων του Ισολογισμού της εταιρείας με την πραγματική αξία των παγίων. Στην περίπτωση επανεκτίμησης των παγίων στοιχείων, η αξία τους μπορεί να είναι χαμηλότερη οπότε μεταβάλλεται ο δείκτης P/BV.

Ο πολλαπλασιαστής Λογιστικής αξίας δείχνει τη σχέση που υπάρχει μεταξύ της αξίας που εκτιμά η αγορά ότι έχει η επιχείρηση και αυτής που προκύπτει από τα βιβλία της επιχείρησης. Ουσιαστικά και ο δείκτης αυτός όπως και ο πολλαπλασιαστής κερδών δεν προσφέρει από μόνος του κάποια πληροφορία γιατί ήδη η αγορά γνωρίζει ότι υπάρχει αυτή η σχέση. Σύμφωνα με το υπόδειγμα προεξοφλημένων μερισμάτων (DDM) και την εξίσωση του Gordon εάν μια μετοχή έχει υψηλό P/BV θα πρέπει να έχει χαμηλό κίνδυνο και υψηλή ανάπτυξη. Η διαφορά των μεγεθών αυτών καθορίζει την τιμή της μετοχής. Άρα μπορούμε να πούμε ότι ο δείκτης αυτός είναι αποτέλεσμα της διαφοράς των ιδίων κεφαλαίων και της απαιτούμενης απόδοσης. Πολλοί επενδυτές απέδειξαν ότι οι μετοχές με χαμηλό δείκτη P/BV επιτυγχάνουν μεγαλύτερες αποδόσεις σε σχέση με αυτές με υψηλό P/BV ή με την μέση απόδοση της αγοράς.

Για την επιλογή των μετοχών με βάση τον δείκτη P/BV οι επενδυτές ακολουθούν την ίδια μεθοδολογία με τον πολλαπλασιαστή P/E. Ο πολλαπλασιαστής λογιστικής αξίας σε πολλά σημεία, όπως χρησιμότητα και απλότητα, μπορούμε να πούμε ότι μοιάζει με τον πολλαπλασιαστή κερδών. Είναι ξεκάθαρο όμως ότι ο δείκτης P/BV δεν μεταβάλλεται τόσο όσο ο δείκτης P/E και αυτό συμβαίνει γιατί τα κέρδη μπορεί να διαφέρουν αρκετά από χρόνο σε χρόνο, η λογιστική αξία όμως βασίζεται σε προηγούμενα έτη οπότε δεν μπορεί να έχει μεγάλη διαφορά. Τέλος θα πρέπει να το πούμε ότι και οι δύο δείκτες αποτελούν ίσως τον πιο γρήγορο τρόπο για την εκτίμησης της αξίας μιας εταιρείας.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΣΦΑΛΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΑΓΙΔΕΣ ΤΗΣ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ**



#### 4.1. Συνηθέστερα Σφάλματα κατά τη Διαδικασία Αποτίμησης

Στις προηγούμενες ενότητες αναφέρθηκε ότι οι μέθοδοι αποτίμησης είναι εύκολοι προς την εφαρμογή τους αλλά συγχρόνως είναι ευάλωτοι σε σφάλματα τα οποία πολλές φορές είναι η αιτία που το αποτέλεσμα δεν είναι σωστό. Σύμφωνα με τον καθηγητή Fernandez (2003) κατά την εφαρμογή των μεθόδων αποτίμησης παρουσιάζονται:

- 1) Λάθη στον υπολογισμό του προεξοφλητικού επιτοκίου σχετικά με την επικινδυνότητα της εταιρείας. Ουσιαστικά στην κατηγορία αυτή περιλαμβάνονται:
  - i. Η λανθασμένη επιλογή του επιτοκίου μηδενικού κινδύνου που χρησιμοποιείται στην αποτίμηση (risk free rate).
  - ii. Η λανθασμένη επιλογή του συντελεστή beta που χρησιμοποιείται στην αποτίμηση, (όπως η χρήση του ιστορικού beta του κλάδου, των beta ομοειδών επιχειρήσεων, του συντελεστή beta της εταιρείας στην περίπτωση εξαγοράς).
  - iii. Το λάθος ποσοστό ασφαλείας του κινδύνου της αγοράς που χρησιμοποιείται για την αποτίμηση (market risk premium).
  - iv. Λάθος υπολογισμός του Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου (WACC). Αυτό οφείλεται: στην ύπαρξη λανθασμένου ορισμού του WACC, στη διαφορετική αναλογία ξένων προς ίδια κεφάλαια που χρησιμοποιήθηκαν για τον προσδιορισμό του WACC από εκείνη που κατέληξε η αποτίμηση, στο γεγονός ότι είναι μικρότερο το επιλεγόμενο ποσοστό προεξόφλησης από εκείνο του μηδενικού κινδύνου, στη χρήση της λογιστικής αξίας (book value) των ιδίων και των δανειακών κεφαλαίων κατά τους υπολογισμούς κ.λ.π.
  - v. Λάθος υπολογισμός της αξίας των φορολογικών ασπίδων (the value of tax shields).

- vi. Η λανθασμένη θεώρηση και αντιμετώπιση του κινδύνου μιας χώρας (country risk), ειδικά στην περίπτωση των αναδυόμενων αγορών (emerging markets).
- 2) Λάθη κατά τον υπολογισμό ή την πρόβλεψη των αναμενόμενων ταμειακών ροών. Τα σφάλματα των υπολογισμών είναι συνήθως τα ακόλουθα:
- i. Κατά τη διαδικασία υπολογισμού των ταμιακών ροών δεν λαμβάνονται υπόψη οι αυξανόμενες απαιτήσεις στο Κεφάλαιο Κίνησης.
  - ii. Θεωρείται ως ταμιακή ροή καθαρής θέσης η αύξηση των ταμιακών διαθεσίμων της επιχείρησης ή των χρηματοοικονομικών επενδύσεων.
  - iii. Οι φόροι που επηρεάζουν τις ελεύθερες ταμιακές ροές έχουν υπολογιστεί λάθος.
  - iv. Η ύπαρξη διαφοράς μεταξύ των προσδοκώμενων ταμιακών ροών καθαρής θέσης με το άθροισμα των προσδοκώμενων μερισμάτων άλλων καταβολών των μετόχων.
  - v. Πλέον θεωρείται ταμιακή ροή το καθαρό εισόδημα (net income) ή το άθροισμα καθαρού εισοδήματος και αποσβέσεων.
  - vi. Στις εποχιακές επιχειρήσεις υπάρχει λανθασμένη αντιμετώπιση των αναγκών σε Κεφάλαιο Κίνησης, των μετοχών και των δανειακών κεφαλαίων.
  - vii. Οι αισιόδοξες προβλέψεις σχετικά με τις ταμιακές ροές.
  - viii. Οι προβλέψεις που γίνονται για τα στοιχεία του ισολογισμού είναι λανθασμένες.
- 3) Λάθη στον υπολογισμό της υπολειμματικής αξίας (residual value). Οι εσφαλμένοι υπολογισμοί οφείλονται στη χρήση ασυνεχών ταμιακών ροών για τον προσδιορισμό της υπολειμματικής αξίας, στη λανθασμένη χρήση αριθμητικών μέσων κατά τον υπολογισμό του ρυθμού ανάπτυξης αλλά και στη χρήση λανθασμένου WACC για την προεξόφληση των ταμιακών ροών.

- 4) Στην εφαρμογή των Πολλαπλασιαστών (multiples). Κάποια από τα σφάλματα είναι:
- i. Η χρήση του μέσου όρου πολλαπλασιαστών που προέρχονται από συναλλαγές μεγάλης χρονικής διάρκειας.
  - ii. Η χρήση του μέσου όρου πολλαπλασιαστών με μεγάλη διασπορά μεταξύ των επιχειρήσεων.
  - iii. Ο χειρισμός ενός πολλαπλασιαστή πολλές φορές δεν τεκμηριώνεται.
  - iv. Ο πολλαπλασιαστής προέρχεται από μια συναλλαγή.
- 5) Λάθη κατά την ερμηνεία της αποτίμησης, κάποια από αυτά είναι:
- i. Οι λανθασμένες απόψεις για τη βέλτιστη κεφαλαιακή διάρθρωση.
  - ii. Η εξαίρεση από τους υπολογισμούς της αξίας των μη-λειτουργικών περιουσιακών στοιχείων.
  - iii. Οι ασυνεπείς υποθέσεις σχετικά με τις μελλοντικές πωλήσεις, τα περιθώρια κέρδους κ.α. προς το οικονομικό περιβάλλον, τις τάσεις του κλάδου δραστηριότητας και του ανταγωνισμού.
  - iv. Η λανθασμένη υπόθεση πως η αναμενόμενη απόδοση για τους μετόχους είναι ίση με τον δείκτη αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων.
  - v. Η παρελθοντική χρήση αποδόσεων της αγοράς ως μια προσέγγιση της προσδοκώμενης απόδοσης επί της καθαρής θέσης.
- 6) Ασυνέπειες και εννοιολογικά λάθη της αποτίμησης. Τα συνηθέστερα σφάλματα αφορούν στη σύγχυση των όρων «αξίας» και «τιμής», στην αντίληψη ότι μια επιχείρηση έχει την ίδια αξία για όλους τους ενδιαφερόμενους αγοραστές, καθώς και στην παράβλεψη του γεγονότος ότι η αποτίμηση εξαρτάται από ένα σύνολο προσδοκιών και προβλέψεων σχετικά με τις ταμιακές ροές και του κινδύνου.

## 4.2. Οι Πιθανές Παγίδες Αποτίμησης είναι Εννέα

Η βασική δυσκολία της αποτίμησης δεν είναι το να επιλεγθεί και να εφαρμοστεί η κατάλληλη μέθοδος για κάθε επιχείρηση αλλά η ικανότητα της να προβλέψει την πορεία της επιχείρησης στο μέλλον. Στην ουσία αυτό που αποτιμάται είναι το επιχειρηματικό σχέδιο και οι στρατηγικές επιλογές και κινήσεις της επιχείρησης καθώς και η τοποθέτηση, οι προοπτικές και οι κίνδυνοι των προϊόντων της επιχείρησης στην αγορά.

Κατά κύριο λόγο οι περισσότερες επιχειρήσεις παρουσιάζουν τα μελλοντικά τους σχέδια με θετικές όψεις έτσι ώστε να παρουσιάζουν ανοδικές επιδόσεις στο μέλλον. Κατά την διάρκεια της αποτίμησης οι αναλυτές αντιμετωπίζουν εννέα πιθανές «παγίδες» οι οποίες οδήγησαν την τελευταία πενταετία σε μεγάλες απώλειες στο Χρηματιστήριο της Αθήνας.

### 1) Διάψευση της ανόδου της αγοράς:

Οι επιχειρηματίες προβλέπουν μελλοντικούς ρυθμούς ανάπτυξης στην αγορά χωρίς όμως αυτό να γίνεται πράξη. Για παράδειγμα έχουμε την νέα οικονομία που είχαν υψηλές προσδοκίες αλλά στην πραγματικότητα η αύξηση το 2000-2005 ήταν μέτριου ρυθμού.

### 2) Επέκταση σε άλλες δραστηριότητες, εκτός της κύριας δραστηριότητας της επιχείρησης:

Στο παρελθόν οι εταιρείες που είχαν αναπτύξει τη δραστηριότητά τους σε έναν τομέα συνδυάζοντας την εύκολη δυνατότητα πρόσβασης που είχαν στις αγορές κεφαλαίου, προσπάθησαν ανεπιτυχώς να επεκταθούν και σε άλλους τομείς δραστηριοτήτων.

Έτσι εταιρείες που καταγίνονταν με δραστηριότητες όπως το real estate, (αγοροπωλησία ακινήτων), επενδύσεων κεφαλαίου, κατασκευαστικές και τεχνικές εταιρείες αλλά και με μερική τοποθέτηση κεφαλαίων από αυτές σε άλλες εταιρείες, αποδείχθηκαν με την εξέλιξη των γεγονότων ότι δεν αποτελούσαν τίποτα άλλο παρά «ταμειακές τρύπες» που διέκοψαν τις

δραστηριότητές τους και πωλήθηκαν με πολύ χαμηλότερες τιμές από εκείνες από τις οποίες ξεκίνησαν.

3) Μη επιτυχής ανάπτυξη των μικρών εταιριών:

Οι περισσότεροι επιχειρηματίες έχουν σαν στόχο να μεγαλώσουν τις επιχειρήσεις τους, αυτό το καταφέρνουν είτε με την εξαγορά είτε με την συγχώνευση με άλλες επιχειρήσεις. Πολλές φορές η ανάπτυξη των μικρών επιχειρήσεων σε ομίλους γίνεται σε μικρό χρονικό διάστημα καθώς όλοι επιδιώκουν να αυξήσουν τις πωλήσεις τους, με αποτέλεσμα να εκμεταλλεύονται τις συνθήκες και τις συγκυρίες που προκύπτουν. Δυστυχώς σε πολλές περιπτώσεις, οι κινήσεις αυτές δεν ήταν επιτυχής λόγω της έλλειψης των ικανών στελεχών καθώς και της κακής συνεννόησης μεταξύ των επιχειρηματιών που συνεργάζονταν, έτσι οι περισσότερες συνεργασίες διαλύθηκαν με την πάροδο του χρόνου.

4) Μαζική αύξηση της προσφοράς:

Καθώς αυξάνεται η ζήτηση, η προσφορά αυξήθηκε πολύ περισσότερο, με αποτέλεσμα οι εταιρείες να μην μπορέσουν να αποκτήσουν τα επιπλέον οφέλη αλλά και να υποχρεωθούν σε χαμηλότερες επιδόσεις. Ένα παράδειγμα για την αποτύπωση του παραπάνω γεγονότος θα μπορούσε να είναι η αύξηση των ξενοδοχειακών κλινών στον τουριστικό τομέα. Ενώ αρχικά υπήρξε μεγάλη ζήτηση από το τουριστικό κοινό, αυτό κατά συνέπεια επέφερε ανάπτυξη με τοποθέτηση επενδύσεων για τη δημιουργία νέων πολυτελών ξενοδοχειακών μονάδων, αλλά η οικονομική κρίση είχε σαν αποτέλεσμα τη μη κάλυψη των κλινών από τουρίστες και έτσι οι ξενοδόχοι δεν μπόρεσαν να επωφεληθούν τα επιπλέον οφέλη που επρόκειτο να αποκτήσουν, ενώ αντιθέτως υποχρεώθηκαν και προτίμησαν τη μείωση των τιμών (μέσω προωθητικών διαδικασιών - οικονομικών προσφορών και πακέτων διακοπών) με σκοπό τη μερική κάλυψη των εξόδων τους.

5) Επιλογή λάθος μοντέλου ανάπτυξης:

Πολλές φορές μπορεί να είναι επιτυχείς οι προβλέψεις για την ανάπτυξη της αγοράς αλλά το μοντέλο ανάπτυξης να αποδεικνύεται λανθασμένο και να μην

μπορεί να εκμεταλλευτεί τις επιχειρηματικές ευκαιρίες που αναδύονται έτσι ώστε να μετατρέψει την αυξημένη ζήτηση σε τζίρο και σε κέρδη. Χαρακτηριστική περίπτωση ήταν η περίπτωση των αλυσίδων πληροφορικής, όπως τα Multirama που φαλίσαν, από την άλλη πλευρά το Πλαίσιο αναπτύχθηκε με αλματώδεις ρυθμούς. Το λάθος των επιχειρήσεων αυτών είναι η μεγάλη προσοχή στις πωλήσεις προς πελάτες αντί στις πωλήσεις προς επιχειρήσεις. Από τους βασικούς προβληματισμούς του μοντέλου ανάπτυξης είναι το αν θα πρέπει να υπάρχουν μικρά καταστήματα σε κεντρικά σημεία μέσα στις πόλεις, ή υπέρ-καταστήματα σε κομβικά σημεία εντός ή εκτός πόλης.

6) Δραστική συρρίκνωση των περιθωρίων κέρδους:

Σε πολλές περιπτώσεις έχουμε αύξηση του προβλεπόμενου ρυθμού ζήτησης αλλά και ταυτόχρονη συρρίκνωση των περιθωρίων κέρδους στον κλάδο, έτσι τα κέρδη δεν θα αυξηθούν όσο λένε οι προβλέψεις. Όπως για παράδειγμα στο κλάδο των κατασκευαστικών εταιριών που ο συνδυασμός αύξησης έργων και συρρίκνωσης περιθωρίου κέρδους ωφέλησε λίγες μόνο επιχειρήσεις του κλάδου.

7) Προβλέψεις σύμφωνα με το ανοδικό σημείο μιας κυκλικής αγοράς:

Υπάρχουν πολλοί κλάδοι οι οποίοι δεν αναπτύσσονται κατευθείαν, ενώ παρουσιάζουν μια αισθητή ανάπτυξη για κάποια χρόνια, μετά έχουν μια περίοδο κάμψης και στην πορεία επακολουθεί ανάκαμψη, η διαδικασία αυτή γίνεται συνέχεια. Το λάθος του αναλυτή είναι όταν θεωρεί σαν έτος βάσης τη χρονιά που η εταιρία βρίσκεται στην ανοδική της φάση και δεν συμπεριλαμβάνει ότι στην πορεία θα ακολουθήσει η καθοδική πλευρά.

8) Λάθος προβλέψεις εξαιτίας της λανθασμένης εικόνας του παρόντος:

Από την αρχή η εταιρία λειτουργεί με διαρθρωτικά προβλήματα και κάποιο μέρος των κερδών της είναι αποτέλεσμα λογιστικών χειρισμών. Σε αυτές τις περιπτώσεις, είναι σίγουρο ότι η εταιρεία θα συνεχίσει να έχει λανθασμένα αποτελέσματα και ότι η μετοχή της δεν θα έχει ζήτηση στην αγορά του χρηματιστηρίου.

9) Περιβάλλον οικονομικής δυσπραγίας:

Αυτή η παγίδα εμφανίζεται κυρίως μετά τη λήξη των Ολυμπιακών Αγώνων. Είναι φανερό ότι θα υπάρξουν ανακατατάξεις στην εγχώρια οικονομία στο άμεσο μέλλον, με μείωση του ρυθμού ανάπτυξης και αύξηση άνω του 10% του επιπέδου ανεργίας. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα να μην είναι αισθητή η αύξηση του ρυθμού ανάπτυξης όσων εταιριών απευθύνονται στην εγχώρια αγορά.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΑΡΘΡΑ ΚΑΙ ΛΟΙΠΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΗ ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ**

## 5.1. Νομικό Πλαίσιο Φορολογίας Υπεραξίας Μετοχών

Η φορολογία υπεραξίας μετοχών ΑΕ μη εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών μετά από πολλές τροποποιήσεις κατέληξε στον υπολογισμό του φόρου με τον παρακάτω τρόπο σύμφωνα με τον Ν.2238/1994:

- 1) Φορολογείται αυτοτελώς με συντελεστή 5% η πραγματική αξία πώλησης μετοχών που μεταβιβάζονται από ιδιώτες, φυσικά ή νομικά πρόσωπα ημεδαπά ή αλλοδαπά.
- 2) Σε πρόσωπα πρώτης φορολογίας κληρονομιών υπολογίζεται φόρος με 1,2% ενώ σε πρόσωπα της κλίμακας β' 2,4%.
- 3) Η διάταξη αυτή δεν εφαρμόζεται σε εισφορά μετοχών μη εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών ή σε αλλοδαπό για την κάλυψη μετοχικού κεφαλαίου νεοϊδρυόμενης ΑΕ ή για συμμετοχή σε αύξησή του. Αντίθετα εφαρμόζεται σε ανταλλαγή μετοχών γιατί θεωρείται διπλή πώληση.
- 4) Φόρος 5% οφείλεται και στην αξία των δικαιωμάτων που μεταβιβάζονται κατά την αύξηση του κεφαλαίου ΑΕ από τους παλιούς μετόχους της.
- 5) Η υπεραξία από πώληση μετοχών ημεδαπής ΑΕ μη εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών από επιχειρήσεις κρατών με τα οποία η Ελλάδα έχει συνάψει συμβάσεις αποφυγής διπλής φορολόγησης, θα φορολογηθεί με βάση τις ισχύουσες διατάξεις μόνο εάν αποδειχθεί ότι οι μετοχές αυτές αποτελούν περιουσιακό στοιχείο.

### 5.1.1. Προσδιορισμός Κατώτατης Τιμής Πώλησης σε Μεταβίβαση Μη Εισηγμένων Μετοχών στο Χρηματιστήριο



Η πραγματική αξία της μετοχής βρίσκεται με την διαίρεση των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας που υφίστανται την προηγούμενη ημέρα εκείνης κατά την οποία υποβάλλεται μεταβίβαση μετοχής δια του αριθμού των υφισταμένων την ίδια μέρα μετοχών.

### **5.1.2. Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων**

Σαν απόδοση ιδίων κεφαλαίων λαμβάνεται ο λόγος του Μέσου Όρου των ολικών αποτελεσμάτων εκμετάλλευσης (προ φόρου) των 5 τελευταίων ισολογισμών πριν από την μεταβίβαση και του Μέσου Όρου των ιδίων κεφαλαίων της αυτής χρονικής περιόδου. Σε περίπτωση που υπάρχουν λιγότεροι από 5 ισολογισμοί ακολουθείται ο ίδιος τρόπος απόδοσης.

Εάν το άθροισμα των ολικών αποτελεσμάτων των 5 τελευταίων ετών της επιχείρησης που πωλούνται οι μετοχές είναι αρνητικό, ο συντελεστής απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων δεν μπορεί να είναι κάτω του μηδενός.

Εάν η επιχείρηση της οποίας μεταβιβάζονται οι μετοχές, έχει προέλθει από μετατροπή ή συγχώνευση άλλων ΑΕ και έχει καταρτίσει λιγότερους από 3 ισολογισμούς, τότε για τον υπολογισμό του Μέσου Όρου των ολικών αποτελεσμάτων εκμετάλλευσης και των ιδίων κεφαλαίων της, λαμβάνονται υπόψη τα ολικά αποτελέσματα εκμετάλλευσης και τα ίδια κεφάλαια όσων ισολογισμών υπάρχουν.

### **5.1.3. Ιδία Κεφάλαια σύμφωνα με το Ε.Γ.Α.Σ (π.δ 1123/1980 περ.6 της παρ. 4.2.200)**

Το άθροισμα των κονδυλίων των κατηγοριών Α (I) «ίδια κεφάλαια», Α (II) «διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο», Α (III) «διαφορές αναπροσαρμογής - επιχορηγήσεις επενδύσεων», Α (IV) «αποθεματικά κεφάλαια» και Α (V) «αποτελέσματα εις νέο» του παθητικού του ισολογισμού της παρ. 4.1.103. Τα κονδύλια των κατηγοριών Α (I) και Α (II) λαμβάνονται μειωμένα κατά τα ποσά των

κατηγοριών Α «οφειλόμενο κεφάλαιο» και Δ (Π) (4) «κεφάλαιο εισπρακτέο στην επόμενη χρήση» του ενεργητικού του ισολογισμού της παρ. 4.1.103.

#### **5.1.4. Ολικά Αποτελέσματα σύμφωνα με το Ε.Γ.Λ.Σ (π.δ 1123/1980 περ.13 της παρ.4.1.201)**

Τα ολικά αποτελέσματα (κέρδη ή ζημίες) εκμεταλλεύσεως, τα οποία προκύπτουν από το άθροισμα των αποτελεσμάτων εκμεταλλεύσεως από εργασίες και των χρηματοοικονομικών αποτελεσμάτων, απεικονίζονται στους λογαριασμούς 86.00 και 86.01 αντίστοιχα. Τα αποτελέσματα αυτά της εκμεταλλεύσεως απεικονίζονται και στο λογαριασμό 80 «γενική εκμετάλλευση» πριν από τη μεταφορά τους στο λογαριασμό 86.

#### **5.1.5. Διαδικασία Μεταβίβασης Μετοχών Μη Εισηγμένων στο Χρηματιστήριο (άρθρο 79 παρ 4 ν.2238/94)**

Η μεταβίβαση εν ζωή ή λόγω θανάτου ονομαστικών ή ανώνυμων μετοχών μη εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών πραγματοποιείται αποκλειστικώς με συμβολαιογραφικό έγγραφο ή με ιδιωτικό, έγγραφο θεωρημένο από τον προϊστάμενο της οικείας δημοσίας οικονομικής υπηρεσίας. Απόκτηση τέτοιων μετοχών κατά παράβαση της διάταξης του προηγούμενου εδαφίου θεωρείται άκυρη και δεν παράγει κανένα έννομο δικαίωμα υπέρ αυτού που τις αποκτά όπως το δικαίωμα είσπραξης μερίσματος, συμμετοχής στις γενικές συνελεύσεις, μεταβίβασης των μετοχών αυτών κλπ. Τα παραπάνω εφαρμόζονται ανάλογα και όταν αυτός που μεταβιβάζει τις εν λόγω μετοχές δεν είναι φυσικό πρόσωπο. Με αποφάσεις του Υπ. Οικονομικών που δημοσιεύονται στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως καθορίζονται οι λεπτομέρειες που είναι αναγκαίες για την εφαρμογή αυτής της παραγράφου καθώς και οι περιπτώσεις που η πιο πάνω μεταβίβαση μπορεί να γίνει και με άλλον τρόπο.

Η μεταβίβαση ονομαστικών μετοχών γίνεται και με εγγραφή σχετική στα βιβλία μετόχων της ΑΕ. των οποίων η τήρηση είναι υποχρεωτική.

Ο δικαιούχος του κέρδους ή της ωφέλειας επιβαρύνεται με τον οικείο φόρο που καταβάλλεται εφάπαξ με την υποβολή της δήλωσης στην αρμόδια Δ.Ο.Υ. της έδρας της ΑΕ που μεταβιβάζονται οι μετοχές της πριν από την μεταβίβαση. Στην δήλωση επισυνάπτεται και το ιδιωτικό ή συμβολαιογραφικό έγγραφο της μεταβίβασης στο οποίο αναγράφεται υποχρεωτικά και το ύψος του κέρδους.

## 5.2. Φορολογική Μεταβίβαση Εισοδήματος από Μεταβίβαση Μετοχών ανά Κατηγορία

❖ Για φυσικά πρόσωπα, Ο.Ε, Ε.Ε και λοιπά (ν.2238/94 αρθ.2 παρ 4)

Αν ο μεταβιβάζων τις μετοχές είναι φυσικό πρόσωπο, προσωπική εταιρία ή άλλο νομικό πρόσωπο ανεξάρτητα από την κατηγορία των τηρουμένων βιβλίων, ή νομικό πρόσωπο μη κερδοσκοπικού χαρακτήρα, τότε με την αυτοτελή φορολογία εξαντλείται η φορολογική υποχρέωσή του για την υπεραξία που ενδεχομένως έχει προκύψει από αυτές τις μεταβιβάσεις. Επίσης, ενδεχόμενη ζημία από την πώληση των εν λόγω μετοχών δεν αναγνωρίζεται και ο καταβληθείς φόρος 5% δεν επιστρέφεται.

Σαν παράδειγμα για τον υπολογισμό της ελάχιστης αξίας των μεταβιβαζόμενων μετοχών και του ποσού του φόρου αναφέρονται τα εξής:

“Έστω ότι ένας μέτοχος συμφωνεί να μεταβιβάσει 500 μετοχές της Α.Ε. «Χ» στις 18/07/06 έναντι 60.000 ευρώ. Η αντικειμενική αξία των ακινήτων της Α.Ε. κατά τον χρόνο της μεταβίβασης είναι 200.000 ευρώ, ενώ η αξία κτήσης αυτών, όπως εμφανίζεται στα βιβλία της, είναι 120.000 ευρώ. Τα ίδια κεφάλαια (9.500 μετοχές ονομαστικής αξίας 100 ευρώ) δεν έχουν μεταβληθεί μέχρι τον χρόνο μεταβίβασης, ενώ από τους 5 τελευταίους ισολογισμούς που έχει δημοσιεύσει προκύπτει ο πίνακας:

Ίδια Κεφάλαια = 950.000 ευρώ

Απόδοση ιδίων κεφαλαίων = 0,3366

Προσαύξηση με την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων  $950.000 \times 0,3366 = 319.770$  ευρώ.

Διαφορά αντικειμενικής αξίας ακινήτων και αξίας κτήσεως αυτών: 80.000 ευρώ.

Η ελάχιστη αξία της μετοχής ισούται με το άθροισμα των ιδίων κεφαλαίων μετά την αναπροσαρμογή και της θετικής διαφοράς μεταξύ της αντικειμενικής αξίας ακινήτων και της αξίας κτήσης τους διά των αριθμό των υφιστάμενων μετοχών. Επομένως, η ελάχιστη αξία της μετοχής είναι  $(950.000 + 319.770 + 80.000)/9.5000 = 142,08$  ευρώ.

Η ελάχιστη αξία των μεταβιβαζόμενων μετοχών είναι  $500 \times 142,08 = 71.040$  ευρώ, η οποία λαμβάνεται υπόψη για τον υπολογισμό του φόρου, καθώς είναι μεγαλύτερη από τη συμφωνηθείσα.

Υπολογισμός φόρου:

Για μεταβίβαση σε τρίτους ο οφειλόμενος φόρος είναι:  $71.040 \times 5\% = 3.552$  ευρώ.

Για μεταβίβαση σε συγγενείς Α' βαθμού ο φόρος είναι:  $71.040 \times 1,2\% = 852,48$  ευρώ.

Για μεταβίβαση σε συγγενείς Α' βαθμού ο φόρος είναι:  $71.040 \times 2,4\% = 1.704,96$  ευρώ.

- Α) Για ημεδαπά πρόσωπα

Όταν τα πρόσωπα που μεταβιβάζουν τις μετοχές είναι ημεδαπές Α.Ε., ημεδαπές ΕΠΕ και συνεταιρισμοί, με την αυτοτελή φορολόγηση του 5% το εισόδημα από τη μεταβίβαση των μετοχών αντιμετωπίζεται ως έσοδο φορολογούμενο κατά ειδικό τρόπο με εξάντληση της φορολογικής υποχρέωσης.

Δηλαδή, σε περίπτωση διανομής κερδών από την Α.Ε., ΕΠΕ ή τον συνεταιρισμό, για τον προσδιορισμό των φορολογητέων κερδών του νομικού προσώπου, θα προστίθεται σε αυτά και το μέρος της υπεραξίας που προέκυψε από την πώληση μη εισηγμένων μετοχών που αναλογεί στα διανεμόμενα, μετά την αναγωγή του εξευρισκομένου αυτού ποσού σε μεικτό ποσό με την προσθήκη του αναλογούντος σε αυτό φόρου. Το μη διανεμόμενο μέρος της υπεραξίας θα πρέπει να εμφανίζεται στον δευτεροβάθμιο λογαριασμό 41.91 «Αποθεματικά από έσοδα φορολογηθέντα κατ' ειδικό τρόπο».

Περαιτέρω, από το συνολικό ποσό του φόρου που αναλογεί στο φορολογούμενο εισόδημα και του συμπληρωματικού φόρου του νομικού προσώπου θα εκπίπτει ο

καταβληθείς σύμφωνα με τα πιο πάνω φόρος 5%, ο οποίος αναλογεί στο μέρος της υπεραξίας που αναλογεί στα διανεμόμενα κέρδη.

Σε περίπτωση όμως που από την πώληση των μετοχών προέκυψε ζημία, θα εφαρμόζονται οι διατάξεις της παραγράφου 1 του άρθρου 38 του Ν. 2238/1994. Δηλαδή, η υπόψη ζημία θα συμψηφίζεται με κέρδη από την πώληση μετοχών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών, που εμφανίζονται σε λογαριασμό ειδικού αποθεματικού και εάν δεν υπάρχουν τέτοια κέρδη ή εάν αυτά που υπάρχουν υπολείπονται της ζημίας, τότε ολόκληρη η ζημία ή το υπόλοιπο αυτής, αντίστοιχα, μεταφέρεται σε ειδικό λογαριασμό και δεν εκπίπτει από τα ακαθάριστα έσοδα των προαναφερόμενων νομικών προσώπων.

Αν ο μεταβιβάζων τις μετοχές είναι φυσικό πρόσωπο, προσωπική εταιρεία ή άλλο πρόσωπο της παραγράφου 4 του άρθρου 2 του Ν. 2238/1994, ανεξάρτητα από την κατηγορία των τηρουμένων βιβλίων ή νομικό πρόσωπο μη κερδοσκοπικού χαρακτήρα, τότε με την αυτοτελή φορολογία εξαντλείται η φορολογική υποχρέωσή του για την υπεραξία που ενδεχομένως έχει προκύψει από τη μεταβίβαση. Επίσης, ενδεχόμενη ζημία από την πώληση των εν λόγω μετοχών δεν αναγνωρίζεται και ο καταβληθείς φόρος 5% δεν επιστρέφεται.

#### - Β) Για αλλοδαπά πρόσωπα

Με απόφαση της διοίκησης τα αλλοδαπά νομικά πρόσωπα κρατών με τα οποία η Ελλάδα έχει συνάψει συμβάσεις αποφυγής διπλής φορολογίας του εισοδήματος, σε περίπτωση που δεν έχουν μόνιμη εγκατάσταση στην Ελλάδα, κατά τις διατάξεις των αντίστοιχων συμβάσεων, δεν φορολογούνται για το εισόδημα που αποκτούν από την πώληση μετοχών μη εισηγμένης ανώνυμης ελληνικής εταιρείας.

Σε περίπτωση, όμως, που έχουν μόνιμη εγκατάσταση, το εισόδημα από την πώληση φορολογείται όταν αυτό μπορεί να αποδοθεί στη μόνιμη εγκατάσταση, δηλαδή όταν αποδειχθεί ότι οι μεταβιβαζόμενες μετοχές αποτελούν περιουσιακό στοιχείο της μόνιμης εγκατάστασης στην Ελλάδα.

Εξαιρέση αυτού του κανόνα αποτελεί η Σύμβαση μεταξύ Ελλάδας και ΗΠΑ, με τις σχετικές διατάξεις της οποίας ορίζεται ότι μια επιχείρηση των ΗΠΑ, η οποία διατηρεί μόνιμη εγκατάσταση στην Ελλάδα, φορολογείται επί των κερδών τα οποία

πραγματοποιεί η επιχείρηση αυτή από πηγές εντός Ελλάδας, ανεξάρτητα αν τα κέρδη αυτά πραγματοποιούνται από ή έχουν με οποιοδήποτε τρόπο σχέση με την εν λόγω μόνιμη εγκατάσταση.

Για τα αλλοδαπά φυσικά πρόσωπα που μεταβιβάζουν μετοχές μη εισηγμένων ανώνυμων ελληνικών εταιρειών εφαρμόζονται οι διατάξεις κατά περίπτωση της αντίστοιχης σύμβασης.”<sup>5</sup>

❖ Νομικά πρόσωπα κερδοσκοπικού χαρακτήρα (ν.2238/94 αρθ101 παρ1)

Όταν τα πρόσωπα που μεταβιβάζουν τις μετοχές είναι από αυτά της παρ. 1 του άρθρου 101 του ν. 2238/1994 (ημεδαπές ΑΕ, ημεδαπές ΕΠΕ, συνεταιρισμοί, αλλοδαπές επιχειρήσεις κτλ.) και λαμβάνοντας υπόψη ότι:

α) από τα τηρούμενα βιβλία θα έχει προκύψει κέρδος ή ζημία από την πώληση των μετοχών, β) ο φόρος 5% που έχει καταβληθεί για τις μεταβιβασθείσες μετοχές είναι φόρος εισοδήματος, ως προβλεπόμενος από τις διατάξεις του άρθρου 13 του Ν.2238/1994 και γ) με την αυτοτελή φορολόγηση του 5% έχει επιβαρυνθεί ο δικαιούχος του κέρδους νομικό πρόσωπο (πωλητής) συνεπάγεται ότι η πραγματική υπεραξία που προκύπτει από την πώληση μετοχών μη εισηγμένων στο ΧΑΑ θα πρέπει να αντιμετωπίζεται ως εισόδημα φορολογούμενο κατά ειδικό τρόπο με εξάντληση της φορολογικής υποχρέωσης, εφαρμοζομένων των διατάξεων του άρθρου 106 του Ν. 2238/1994. Δηλαδή, σε περίπτωση διανομής κερδών από την Α.Ε., Ε.Π.Ε. ή συνεταιρισμό, για τον προσδιορισμό των φορολογητέων κερδών του νομικού προσώπου, θα προστίθεται σε αυτά και το μέρος της υπεραξίας που προέκυψε από την πώληση μετοχών ΜΗ εισηγμένων στο ΧΑΑ, που αναλογεί στα διανεμόμενα, μετά την αναγωγή του εξευρισκομένου αυτού ποσού σε μικτό ποσό με την προσθήκη του αναλογούντος σε αυτό φόρου. Το μη διανεμόμενο μέρος στη 1044770/ΠΟΛ.1117/2331993 ΑΥΟ που έχει εκδοθεί κατ’ εξουσιοδότηση των διατάξεων της παρ. 8 του άρθρου 106 του ν. 2238/1994.

---

<sup>5</sup> <http://www.kathimerini.gr/257259/article/oikonomia/ellhnikh-oikonomia/forologia-metavivashs-mh-eishgmenwn-metoxwn---ti-isxyei-gia-toys-allodapouys>

Επιπλέον από το συνολικό ποσό του φόρου που αναλογεί στο φορολογούμενο εισόδημα και του συμπληρωματικού φόρου του Νομικού προσώπου θα εκπίπτει ο καταβληθείς φόρος 5% που αναλογεί στο μέρος της υπεραξίας στα διανεμόμενα κέρδη.

### **5.2.1. Φόρος Μεταβίβασης Εταιρικού Μεριδίου λόγω Κληρονομίας, Δωρεάς ή Γονικής Παροχής**

Η αιτία θανάτου, δωρεάς ή γονικής παροχής μεταβίβαση μη εισηγμένων στο χρηματιστήριο μετοχών και λοιπών τίτλων κινητών αξιών, εταιρικών μερίδων ή μεριδίων, ποσοστών συμμετοχής σε κοινωνία αστικού δικαίου, που ασκεί επιχείρηση ή επάγγελμα και συνεταιριστικών μερίδων, υπόκειται σε φόρο:

α) αυτοτελώς με συντελεστή 1,2% προκειμένου για δικαιούχους που υπάγονται στην Α' κατηγορία της κλίμακας φόρου κληρονομιών (γονείς, σύζυγοι, παιδιά, εγγόνια) και β) με συντελεστή 2,4% προκειμένου για δικαιούχους που υπάγονται στη Β' κατηγορία. (αδέλφια, ανίψια, παππούδες κ.λπ.).

Η απόφαση (Άρθρο 12 ν.2032/2002 και ΠΟΛ.1055/1.4.2003 Αποφ. Υπ. Οικ) εφαρμόζεται σε μεταβίβαση:

- a) ατομικής επιχείρησης
- b) εταιρικές μερίδες και ποσοστά συμμετοχής σε υπόχρεους της παραγράφου 4 του άρθρου 2 του Κ.Φ.Ε. (Ο.Ε., Ε.Ε., αστικές κερδοσκοπικές ή μη εταιρείες, αφανείς ή συμμετοχικές εταιρείες, κοινωνίες αστικού δικαίου που ασκούν επιχείρηση ή επάγγελμα, καθώς και κοινοπραξίες του Κ.Β.Σ. οι οποίες ασχολούνται με οποιαδήποτε άλλη δραστηριότητα, εκτός από αυτή της εκτέλεσης δημοσίων ή ιδιωτικών τεχνικών έργων γενικώς, ανεξάρτητα αν αυτά αποτελούν έργα πολιτικού μηχανικού, λιμενικά, οδοποιίας, μηχανολογικά, ηλεκτρολογικά κτλ.),
- c) εταιρικά μερίδια Ε.Π.Ε., και
- d) μετοχές ημεδαπών Α.Ε. μη εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

### **5.2.2. Φόρος Μεταβίβασης Μετοχών Μη Εισηγμένων στο Χρηματιστήριο λόγω Κληρονομιάς, Δωρεάς ή Γονικής Παροχής**

Η αιτία θανάτου, δωρεάς ή γονικής παροχής μεταβίβαση μη εισηγμένων στο χρηματιστήριο μετοχών και λοιπών τίτλων κινητών αξιών, εταιρικών μερίδων ή μεριδίων, ποσοστών συμμετοχής σε κοινωνία αστικού δικαίου, που ασκεί επιχείρηση ή επάγγελμα και συνεταιριστικών μερίδων, υπόκειται σε φόρο αυτοτελώς με συντελεστή 1,2% προκειμένου για δικαιούχους που υπάγονται στην Α' κατηγορία, και με συντελεστή 2,4% προκειμένου για δικαιούχους που υπάγονται στη Β' κατηγορία.

Για εισηγμένες στο χρηματιστήριο μετοχές, ομολογίες κλπ. τίτλους λαμβάνεται υπόψη η αξία της προηγούμενης ημέρας από τη γέννηση της φορολογικής υποχρέωσης.

### **5.2.3. Φόρος Μεταβίβασης Μετοχών Εισηγμένων στο Χρηματιστήριο**

1. Σε μεταβίβαση μέσω χρηματιστηρίου υπολογίζεται και καταβάλλεται φόρος 1,5% επί της αξίας που μεταβιβάζονται (από 1.1.2005).
2. Σε μεταβίβαση μετοχών εισηγμένων στο χρηματιστήριο λόγω κληρονομιάς, δωρεάς ή γονικής παροχής ο φόρος υπολογίζεται επί της αξίας της μετοχής της προηγούμενης του θανάτου, ή της δωρεάς, ή της γονικής παροχής με συντελεστές 0,6% αν η κληρονομιά κ.λπ. γίνεται σε παιδιά, σύζυγο, γονέα ή εγγονό (πρόσωπα Α' Κατηγορίας κλίμακας κληρονομιών), 1,2% αν γίνεται σε αδελφούς, ανίψια, παππούδες κ.λπ. β' κλίμακας, γίνεται δηλαδή αυτοτελής φορολόγηση και εξαντλείται με την καταβολή του φόρου η φορολογική υποχρέωση.

### **5.2.4. Φορολογικές Υποχρεώσεις που προκύπτουν κατά τη Λύση Α.Ε. και Σύσταση από τους Ίδιους Εταίρους Προσωπικής Εταιρείας**



Σε περίπτωση λύσης ΑΕ και στη συνέχεια έναρξης λειτουργίας προσωπικής εταιρείας προκύπτει υπεραξία φορολογητέα σε αντίθεση με την ΕΠΕ, καθώς η ΑΕ είναι κεφαλαιουχική και κατά τη λύση της τίθεται υποχρεωτικά σε εκκαθάριση οπότε με τη λήξη το προϊόν αυτής διατίθεται στους μετόχους με αποτέλεσμα να φορολογείται, για το ποσό που θα πάρουν οι μέτοχοι του καταβεβλημένου μετοχικού κεφαλαίου και των κερδών που έχουν ήδη υπαχθεί σε φορολογία.

### **5.2.5. Μεγάλη Παγίδα του Νέου Φόρου Υπεραξίας Μετοχών (σύμφωνα με άρθρο της Capital)**

Η διάταξη του νέου κώδικα φορολογίας εισοδήματος για την επιβολή φόρου υπεραξίας στις μετοχές κρύβει πολλές παγίδες για μετόχους και επενδυτές. Πολλοί κινδυνεύουν να πληρώσουν φόρο υπεραξίας ίσο με το 15% του συνολικού τιμήματος πώλησης καθώς προβλέπεται σε εξαιρετικές περιπτώσεις ότι η τιμή κτήσης των μετοχών θεωρείται μηδενική.

Το άρθρο 42 του νέου ΚΦΕ (ν4172/13) προβλέπει την επιβολή φόρου υπεραξίας στις μεταβιβάσεις τίτλων. Ο φόρος υπολογίζεται με συντελεστή 15% στη διαφορά μεταξύ της τιμής απόκτησης των τίτλων (όπως είναι οι μετοχές) και της τιμής πώλησής τους. Στο άρθρο ορίζεται ξεκάθαρα ότι η τιμή κτήσης των μετοχών εταιρειών που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο είναι αυτή που προκύπτει με βάση τα παραστατικά που εκδίδουν οι χρηματιστηριακές εταιρείες ή η τιμή που αναγράφεται κατά την καταχώρηση της σχετικής συναλλαγής στην εταιρεία Ελληνικά Χρηματιστήρια (ΕΧΑΕ).

Στο ίδιο άρθρο, ωστόσο, ορίζεται ότι όταν δεν μπορεί να προσδιοριστεί η τιμή κτήσης, τότε αυτή θεωρείται ότι είναι μηδενική. Η διάταξη αυτή δημιουργεί αβεβαιότητες αναφορικά με τη φορολόγηση της υπεραξίας των μετοχών, καθώς ο φόρος θα επιβάλλεται από την Πρωτοχρονιά σε όλες τις πωλήσεις μετοχών ανεξάρτητα από το πότε αποκτήθηκαν. Έτσι, ακόμη και αν έχουν αγοραστεί μετοχές πριν από 30 ή 50 χρόνια και πωληθούν μετά την 1-1-2014 θα πρέπει να καταβληθεί φόρος υπεραξίας μετοχών.

Η διάταξη αυτή, σύμφωνα με έμπειρους φοροτεχνικούς, δημιουργεί τον κίνδυνο να φορολογηθούν με συντελεστή 15% στο σύνολο του τιμήματος πώλησης μετοχές που:

- προέρχονται από stock options καθώς δεν θα είναι εύκολος ο προσδιορισμός της τιμής στην οποία αποκτήθηκαν.
- προέρχονται από μετασηματισμό επιχειρήσεων ή συγχωνεύσεις.
- έχουν αποκτηθεί με οποιονδήποτε τρόπο πριν από πολλά χρόνια. Για παράδειγμα, είναι μεγάλη πρόκληση ο υπολογισμός της τιμής απόκτησης μετοχών κατά τη διάρκεια της γερμανικής κατοχής με την πληθωριστική κατοχική δραχμή.
- έχουν αποκτηθεί μέσω χρηματιστηριακών εταιρειών οι οποίες έχουν διακόψει τη λειτουργία τους.

### **5.3. Όροι Μεταβίβασης Ακίνητης Περιουσίας (άρθρο 41 Ν 4172/2013 με ισχύ από 1-1-2014)**

Σύμφωνα με το άρθρο 41 του Ν.4172/2013 για την μεταβίβαση ακίνητης περιουσίας ισχύει ότι:

- Σε φόρο εισοδήματος φυσικών προσώπων υπόκειται κάθε εισόδημα που προκύπτει από υπεραξία μεταβίβασης με επαχθή αιτία ακίνητης περιουσίας ή ιδανικών μεριδίων αυτής ή εμπραγμάτου δικαιώματος επί ακίνητης περιουσίας ή ιδανικού μεριδίου αυτού ή συμμετοχών οι οποίες έχουν άνω του 50% της αξίας τους άμεσα ή έμμεσα από ακίνητη περιουσία και δεν συνιστά επιχειρηματική δραστηριότητα. Στην έννοια του εισοδήματος συμπεριλαμβάνεται και η αγοραία αξία του κτίσματος που είναι στην κυριότητα τρίτου με δαπάνες του μισθωτή και περιέρχεται στην κατοχή του τρίτου με τη λήξη ή διακοπή της μισθωτικής σχέσης.
- Ως υπεραξία νοείται η διαφορά μεταξύ της τιμής κτήσης που κατέβαλε ο φορολογούμενος και της τιμής πώλησης που καταβάλλεται σε αυτόν. Η τιμή κτήσης είναι το τίμημα που αναγράφεται στο συμβόλαιο ή το πραγματικό τίμημα που καταβλήθηκε. Αν δεν προσδιορίζεται, ισούται με μηδέν. Η τιμή

πώλησης αναγράφεται στο συμβόλαιο κατά το χρόνο της μεταβίβασης. Οι δαπάνες για την αγορά ή την πώληση του ακινήτου συμπεριλαμβάνονται στην τιμή κτήσης και στην τιμή πώλησης και δεν προσθαφαιρούνται. Εάν εισέρχεται στην κατοχή τρίτου κτίσμα που έχει ανεγερθεί στο έδαφός του με δαπάνες του μισθωτή ως υπεραξία θεωρείται η αγοραία αξία του κτίσματος, η οποία δεν μπορεί να είναι μικρότερη από τα 2/3 της αντικειμενικής αξίας του οικοπέδου και του κτίσματος μαζί.

- Σε περίπτωση μεταβίβασης ψιλής κυριότητας ακινήτου, ως τιμή πώλησης που τεκμαίρεται ότι εισπράττει ο φορολογούμενος και ως τιμή κτήσης που τεκμαίρεται ότι καταβάλλει ο ψιλός κύριος νοείται η αγοραία αξία του ακινήτου μειωμένη κατά την αξία της επικαρπίας
- Σε περίπτωση που ο προσδιορισμός της καταλήγει σε αρνητικό ποσό, η ζημία μεταφέρεται και συμψηφίζεται μόνο με μελλοντικά κέρδη υπεραξίας.
- Η υπεραξία που προκύπτει λαμβάνεται απομειούμενη με την εφαρμογή των ακόλουθων συντελεστών απομείωσης:

Έτη διακράτησης	Συντελεστής απομείωσης
Από 1 έως 5	0,95
Πάνω από 5 έως 10	0,87
Πάνω από 10 έως 15	0,79
Πάνω από 15 έως 20	0,73
Πάνω από 20 έως 25	0,66
Πάνω από 25	0,61

- Για την έννοια του όρου μεταβίβαση και την εφαρμογή του περιλαμβάνονται τα εξής:
  - a) η μεταβίβαση της πλήρους ή ψιλής κυριότητας, συμπεριλαμβανομένης της πραγματικής δουλείας, ανεξαρτήτως εάν πρόκειται για μεταβίβαση υπό αναβλητική ή διαλυτική αίρεση ή με τον όρο της εξώνησης,
  - b) η σύσταση επικαρπίας, οίκησης ή άλλης δουλείας,
  - c) η παραίτηση από την κυριότητα ακινήτου ή από εμπράγματο δικαίωμα επί ακινήτου,

- d) η μεταβίβαση του τίτλου μεταφοράς συντελεστή δόμησης,
  - e) η απαλλοτρίωση ακινήτου,
  - f) η εκποίηση ακινήτου συνεπεία εκούσιου ή δικαστικού πλειστηριασμού.
- Οι ακόλουθες περιπτώσεις δεν θεωρούνται μεταβιβάσεις ακίνητης περιουσίας:
    - a) η μεταγραφή δικαστικής απόφασης λόγω μη εκτέλεσης προσυμφώνου μεταβίβασης,
    - b) η μεταγραφή τελεσίδικης δικαστικής απόφασης με την οποία αναγνωρίζεται δικαίωμα κυριότητας επί ακινήτου στον εντολέα λόγω υπερβάσεως της εντολής από τον εντολοδόχο,
    - c) η μεταγραφή δικαστικής απόφασης με την οποία ακυρώνεται λόγω εικονικότητας σύμβαση μεταβίβασης ακινήτου,
    - d) η επικύρωση ανώμαλων δικαιοπραξιών,
    - e) η αυτούσια διανομή ή συνένωση ακινήτων.
  - Στις περιπτώσεις κτήσης ακίνητης περιουσίας αιτία θανάτου, δωρεάς ή γονικής παροχής, η τιμή κτήσης προσδιορίζεται κατά το χρόνο επαγωγής της κληρονομιάς ή κατά το χρόνο κατάρτισης του συμβολαίου δωρεάς ή γονικής παροχής.
  - Η υπεραξία, απομειωμένη μέχρι του ποσού των εικοσιπέντε χιλιάδων ευρώ απαλλάσσεται από το φόρο, εφόσον ο φορολογούμενος διακράτησε το ακίνητο για πέντε τουλάχιστον έτη και δεν πραγματοποίησε εντός της περιόδου διακράτησης άλλη μεταβίβαση ακίνητης περιουσίας.
  - Στις περιπτώσεις που οι τιμές κτήσης δεν μπορούν να προσδιοριστούν με βάση τα ως άνω, καθορίζονται με απόφαση του Υπουργείου Οικονομικών.

## ΜΕΡΟΣ 2<sup>ο</sup>:

# ΠΡΑΚΤΙΚΗ ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑΤΑ ΕΙΣΗΓΜΕΝΗΣ ΚΑΙ ΜΗ ΕΙΣΗΓΜΕΝΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ

### 6.1. Εταιρεία Εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών – Το Παράδειγμα της Coca-Cola 3E

#### 6.1.1. Γενικά στοιχεία για την εταιρεία Coca-Cola 3E

Η Coca-Cola HBC AG, παλιότερα γνωστή ως 3E (Ελληνική Εταιρεία Εμφιαλώσεως), είναι ο δεύτερος μεγαλύτερος εμφιαλωτής Coca-Cola παγκοσμίως, με δραστηριότητες εμφιάλωσης σε 28 χώρες και εξυπηρετεί τις ανάγκες πάνω από 581 εκατομμυρίων ανθρώπων. Στις χώρες που δραστηριοποιείται επιβλέπει την λειτουργία της επιχείρησης και συγχρόνως παρέχει την υποστήριξη και την καθοδήγηση που χρειάζεται το ανθρώπινο δυναμικό της επιχείρησης. Σε κάθε χώρα ο τρόπος λειτουργίας της είναι ανάλογος με τις δυνατότητες και τις γνώσεις των εργαζομένων της.

Η Coca-Cola HBC AG είναι εγκατεστημένη στην Ελβετία και είναι εισηγμένη στα Χρηματιστήρια Αθηνών, Νέας Υόρκης και Λονδίνου. Οι βασικοί μέτοχοί της είναι ο Όμιλος Kar-Tess που είναι μια ιδιωτική εταιρεία και η μητρική εταιρεία “The Coca-Cola Company”. Συστάθηκε το 2000 μετά από τη συγχώνευση της Ελληνικής Εταιρείας Εμφιαλώσεως με έδρα την Αθήνα και της Coca-Cola Beverages με έδρα το Λονδίνο. Η δραστηριότητά της έχει επεκταθεί και εκτείνεται από το Galway της Ιρλανδίας στη Δύση έως το ανατολικότερο άκρο της Ρωσίας, το Petropavlovsk. Το

γεωγραφικό εύρος των δραστηριοτήτων του Ομίλου προσφέρει ελκυστικές ευκαιρίες ανάπτυξης και συγχρόνως μειώνει την εξάρτηση από συγκεκριμένες αγορές.

Σκοπός της εταιρείας: είναι να δροσίζει τους καταναλωτές της, να συνεργάζεται με τους πελάτες της, να παρέχει άμεσα οικονομική ανταμοιβή σε όσους ασχολούνται με τη δραστηριότητά της καθώς και να συμβάλλει στην αναβάθμιση της ζωής των τοπικών κοινωνιών. Κύριος σκοπός της είναι να καταφέρει να επιτύχει το όραμά της που είναι να γίνει «Ο αδιαμφισβήτητος ηγέτης κάθε αγοράς στην οποία δραστηριοποιείται». Για να γίνει αυτό θα πρέπει να:

- Είναι αυθεντική, δηλαδή να συμπεριφέρεται με ακεραιότητα και να τηρούνται οι δεσμεύσεις της.
- Είναι υπέροχη, δηλαδή να επιδιώκει να ξεχωρίζει σε οτιδήποτε κάνει.
- Έχει γνώση, δηλαδή το προσωπικό της να ακούει και να έχει τη φυσική περιέργεια να μάθει.
- Νοιάζεται η διοίκηση για τους ανθρώπους της: να πιστεύει, να επενδύει και να αναπτύσσει το προσωπικό της.

### **6.1.2. Εφαρμογή Μεθόδου Αποτίμησης Υπολειμματικών Ταμειακών Ροών στην Coca-Cola 3E**

Η Coca-Cola 3E αποτελεί μια από τις βασικές εταιρείες εμφιαλώσεως της μητρικής εταιρείας «The Coca-Cola Company». Συνεργάζονται στενά έτσι ώστε να αυξήσουν τις πωλήσεις στις χώρες δραστηριοποίησής τους αλλά και να αυξήσουν την αξία των μετόχων τους. Σε πολλές χώρες που δραστηριοποιείται, δεν έχει αναπτυχθεί επαρκώς η κατανάλωση ανθρακούχων και μη ανθρακούχων αναψυκτικών.

Κατά τη διάρκεια του 2001, η εταιρεία ξεκινάει να επενδύει σε ακίνητα, εκσυγχρονίζει την υποδομή των εγκαταστάσεών της και επεκτείνει τη διαθεσιμότητα του εξοπλισμού της. Ωστόσο δεσμεύεται να ενεργεί με βάση την κοινωνική υπευθυνότητα και στην επιχειρηματική στρατηγική της λειτουργεί κάτω από τις αρχές της βιώσιμης ανάπτυξης, όπου σύμφωνα με τη Gro Harlem Brundtland, «η βιώσιμη

ανάπτυξη ικανοποιεί τις ανάγκες της παρούσας γενιάς, χωρίς να θέτει σε κίνδυνο την ικανότητα των μελλοντικών γενεών να ικανοποιούν τις δικές τους ανάγκες».

Θεωρώντας λοιπόν ότι η Coca-cola 3E είναι εμπορική εταιρεία και αναπτύσσεται με σταθερό ρυθμό, θα προσπαθήσουμε να την αποτιμήσουμε με την μέθοδο των υπολειμματικών ταμιακών ροών.

Πρώτα θα υπολογιστούν οι ταμιακές ροές με βάση τα στοιχεία που βρήκαμε από τους ετήσιους ισολογισμούς της Coca-cola Hellenic για τα έτη 2006-2012. Θεωρούμε ότι πρόκειται για μια αποτελεσματική αγορά, η οποία τιμολογεί δίκαια την επιχείρηση.

**Καθαρό Εισόδημα** (χρόνου)

**2006:** 333.700.000

**2007:** 472.300.000

**2008:** 227.600.000

**2009:** 334.900.000

**2010:** 606.500.000

**2011:** 197.900.000

**2012:** 202.100.000

**Μακροπρόθεσμα Δάνεια** (χρόνου)

**2006:** 1.597.800.000

**2007:** 1.582.400.000

**2008:** 1.893.300.000

**2009:** 2.100.600.000

**2010:** 1.656.400.000

**2011:** 1.934.500.000

**2012:** 1.604.700.000

**Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης:** Κυκλοφορούν (χρόνου) - Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις (χρόνου)

**2006:** 1.649.100.000-1.425.000.000=224.100.000

**2007:** 1.751.800.000-1.582.500.000=169.300.000

**2008:** 2.381.400.000-2.274.600.000=106.800.000

**2009:** 1.748.300.000-1.642.600.000=105.700.000

**2010:**  $1.929.300.000 - 2.036.400.000 = -107.100.000$

**2011:**  $2.050.000.000 - 1.921.400.000 = 128.600.000$

**2012:**  $1.970.800.000 - 2.222.300.000 = -251.500.000$

**Μεταβολές Κεφαλαίου Κίνησης:** Καθαρό κεφάλαιο τελικό - καθαρό κεφάλαιο αρχής

**2006:**  $224.100.000 + 202.800.000 = 426.900.000$

**2007:**  $169.300.000 - 244.100.000 = -54.800.000$

**2008:**  $106.800.000 - 169.300.000 = -62.500.000$

**2009:**  $105.700.000 - 106.800.000 = -1.100.000$

**2010:**  $-107.100.000 - 105.700.000 = -212.800.000$

**2011:**  $128.600.000 + 107.100.000 = 235.700.000$

**2012:**  $-251.500.000 - 128.600.000 = -380.100.000$

**Κεφαλαιουχικά Έξοδα:** Πάγιο ενεργητικό τρέχον χρόνου - Πάγιο ενεργητικό προηγούμενου χρόνου

**2006:**  $4.434.200.000 - 4.221.700.000 = 212.500.000$

**2007:**  $4.882.500.000 - 4.434.200.000 = 448.300.000$

**2008:**  $5.140.400.000 - 4.882.500.000 = 257.900.000$

**2009:**  $5.048.300.000 - 5.140.400.000 = -92.100.000$

**2010:**  $5.301.900.000 - 5.048.300.000 = 253.600.000$

**2011:**  $5.185.100.000 - 5.301.900.000 = -116.800.000$



**2012:**  $5.279.300.000 - 5.185.100.000 = 94.200.000$

**Μεταβολές μακροπρόθεσμων δανείων:** Μακροπρόθεσμο δάνειο τρέχον -  
Μακροπρόθεσμο δάνειο προηγούμενου χρόνου

**2006:**  $1.597.800.000 - 1.327.500.000 = 270.300.000$

**2007:**  $1.582.400.000 - 1.597.800.000 = -15.400.000$

**2008:**  $1.893.300.000 - 1.582.400.000 = 310.900.000$

**2009:**  $2.100.600.000 - 1.893.300.000 = 207.300.000$

**2010:**  $1.656.400.000 - 2.100.600.000 = -444.200.000$

**2011:**  $1.934.500.000 - 1.656.400.000 = 278.100.000$

**2012:**  $1.604.700.000 - 1.934.500.000 = -329.800.000$

#### **Αποσβέσεις**

**2006:**  $329.100.000 + 2.400.000 = 331.500.000$

**2007:**  $354.000.000 + 3.400.000 = 357.400.000$

**2008:**  $365.400.000 + 3.700.000 = 369.100.000$

**2009:** 360.700.000

**2010:** 387.800.000

**2011:**  $374.700.000 + 3.200.000 = 377.900.000$

**2012:**  $375.300.000 + 33.000.000 + 3.000.000 = 411.300.000$

**Υπολειμματικές Ταμειακές Ροές:** Καθαρό εισόδημα – Κεφαλαιουχικά Έξοδα –  
Μεταβολές Κεφαλαίου Κίνησης + Μεταβολές Μακροπρόθεσμων Δανείων

**2006:** 333.700.000-212.500.000-426.900.000+270.300.000= -35.400.000

**2007:** 472.300.000-448.300.000+54.800.000-15.400.000=63.400.000

**2008:** 227.600.000-257.900.000+62.500.000+310.900.000=343.100.000

**2009:** 334.900.000+92.100.000+110.000+207.300.000=634.410.000

**2010:** 606.500.000-253.600.000+212.800.000-444.200.000=121.500.000

**2011:** 197.900.000+116.800.000-235.700.000-278.100.000= -199.100.000

**2012:** 202.100.000-94.200.000+380.100.000-329.800.000=158.200.000

**ΠΙΝΑΚΑΣ 2: Συγκεντρωτικά οικονομικά στοιχεία για τα έτη 2006-2009**

ΠΟΣΑ ΣΕ ΕΥΡΩ	2006	2007	2008	2009
ΠΩΛΗΣΕΙΣ	5.616.3000	6.461.900.000	6.980.700.000	6.543.600.000
ΚΑΘΑΡΟ ΕΙΣΟΔΗΜΑ	333.700.000	472.300.000	227.600.000	334.900.000
ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	331.500.000	357.400.000	369.100.000	360.700.000
ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	4.434.200	4.882.500.000	5.140.400.000	5.048.300.000
ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ	1.649.100.000	1.751.800.000	2.381.400.000	1.748.300.000
ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΩΣΕΙΣ	1.425.000.000	1.582.500.000	2.274.600.000	1.642.600.000
ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΑ ΔΑΝΕΙΑ	1.597.800.000	1.582.400.000	1.893.300.000	2.100.600.000

ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	2.724.100.000	3.052.300.000	2.930.800.000	2.595.900.000
ΚΑΘΑΡΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	224.100.000	169.300.000	106.800.000	105.700.000
ΚΕΦΑΛΑΙΟΥΧΙΚΑ ΕΞΟΔΑ	212.500.000	448.300.000	257.900.000	-92.100.000
ΜΕΤΑΒΟΛΕΣ ΔΑΝΕΙΩΝ	270.300.000	-15.400.000	310.900.000	207.300.000
ΜΕΤΑΒΟΛΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	426.900.000	-54.800.000	-62.500.000	-1.100.000
<b>ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΕΣ ΤΑΜΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ</b>	<b>-35.400.000</b>	<b>63.400.000</b>	<b>343.100.000</b>	<b>634.410.000</b>

**ΠΙΝΑΚΑΣ 3: Συγκεντρωτικά οικονομικά στοιχεία για τα έτη 2010-2012**

ΠΟΣΑ ΣΕ ΕΥΡΩ	2010	2011	2012
ΠΩΛΗΣΕΙΣ	6.793.600.000	6.854.300.000	7.044.700.000
ΚΑΘΑΡΟ ΕΙΣΟΔΗΜΑ	606.500.000	197.900.000	202.100.000
ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ	387.800.000	377.900.000	411.300.000
ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	5.301.900.000	5.185.100.000	5.279.300.000

ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ	1.929.300.000	2.050.000.000	1.970.800.000
ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΩΣΕΙΣ	2.036.400.000	1.921.400.000	2.222.300.000
ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΑ ΔΑΝΕΙΑ	1.656.400.000	1.934.500.000	1.604.700.000
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	3.095.900.000	2.920.200.000	3.006.500.000
ΚΑΘΑΡΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	-107.100.000	128.600.000	-251.500.000
ΚΕΦΑΛΑΙΟΥΧΙΚΑ ΕΞΟΔΑ	253.600.000	-116.800.000	94.200.000
ΜΕΤΑΒΟΛΕΣ ΔΑΝΕΙΩΝ	-444.200.000	278.100.000	-329.800.000
ΜΕΤΑΒΟΛΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	-212.800.000	235.700.000	-380.100.000
<b>ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΕΣ ΤΑΜΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ</b>	<b>121.500.000</b>	<b>-199.100.000</b>	<b>158.200.000</b>

Στη συνέχεια για τον υπολογισμό του κόστους ιδίων κεφαλαίων ( $K$ ) χρησιμοποιούμε την σχέση  $K=R_f + b (R_m - R_f)$ , όπου:

$R_f$ : οι αποδόσεις χρεογράφων μηδενικού κινδύνου

$R_m - R_f$ : αμοιβή κινδύνου αγοράς

$b$ : συντελεστής βήτα

Αυτό σημαίνει ότι το κόστος ιδίων κεφαλαίων για το 2011 σύμφωνα με τα στοιχεία της Coca-cola 3E θα είναι  $b=0,64$ ,  $R_f=5\%$  και  $R_m - R_f = 10\%$ ,

οπότε:  $K=5\%+0.64*10\%=11,40\%$

Στην πορεία ακολουθεί ο προσδιορισμός του ρυθμού ανάπτυξης. Για να γίνει αυτό, πρώτα βρίσκουμε την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων και στην συνέχεια τον ρυθμό επανεπένδυσης των ιδίων κεφαλαίων.

**Απόδοση ιδίων κεφαλαίων:** Καθαρό Εισόδημα χρόνου / Ίδια Κεφάλαια χρόνου

**2006:**  $333.700.000/2.724.100.000=12,24\%$

**2007:**  $472.300.000/3.052.300.000=15,47\%$

**2008:**  $227.600.000/2.930.800.000=7,76\%$

**2009:**  $334.900.000/2.595.900.000=12,90\%$

**2010:**  $606.500.000/3.095.900.000=19,59\%$

**2011:**  $197.900.000/2.920.200.000=6,77\%$

**2012:**  $202.100.000/3.006.500.000=6,72\%$

**Ρυθμός επανεπένδυσης ιδίων κεφαλαίων:** (Κεφαλαιουχικά Έξοδα + Μεταβολή Κεφαλαίου Κίνησης - Μεταβολή δανείων ) / Καθαρό εισόδημα

**2006:**  $(212.500.000+426.900.000-270.300.000) / 333.700.000=110,61\%$

**2007:**  $(448.300.000-54.800.000+15.400.000) / 472.300.000=86,58\%$

**2008:**  $(257.900.000-62.500.000-310.900.000) / 227.600.000= -50,75\%$

**2009:**  $(-92.100.000-1.100.000-207.300.000) / 334.900.000= -89,72\%$

**2010:**  $(253.600.000-212.800.000+444.200.000) / 606.500.000=79,97\%$

**2011:**  $(-116.800.000+235.700.000-278.100.000) / 197.900.000= -80,44\%$

**2012:**  $(94.200.000-380.100.000+329.800.000) / 202.100.000=21,72\%$

Ο ρυθμός ανάπτυξης (g) των υπολειμματικών ταμιακών ροών θα είναι το γινόμενο του μέσου όρου της απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων με τον μέσο όρο του ρυθμού επανεπένδυσης των ιδίων κεφαλαίων όλων των ετών. Άρα:  
 $g=11,63\%*11,14\%=1,29\%$

**Πίνακας 4: Ρυθμός Ανάπτυξης Υπολειμματικών Ροών Ετών 2006-2009**

ΠΟΣΟΣΤΑ (%)	2006	2007	2008	2009
ΑΠΟΔΟΣΗ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	12,24%	15,47%	7,76%	12,90%
ΡΥΘΜΟΣ ΕΠΑΝΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	110,61%	86,58%	-50,75%	-89,72%

**ΠΙΝΑΚΑΣ 5: Ρυθμός Ανάπτυξης Υπολειμματικών Ροών Ετών 2010-2012**

ΠΟΣΟΣΤΑ (%)	2010	2011	2012	ΜΕΣΟΣ ΟΡΟΣ
ΑΠΟΔΟΣΗ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	19,59%	6,77%	6,72%	11,63%
ΡΥΘΜΟΣ ΕΠΑΝΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	79,97%	-80,44%	21,72%	11,14%

Τέλος για να δούμε εάν η μέθοδος υπολειμματικών ταμειακών ροών είναι κατάλληλη για την αποτίμηση, υπολογίζουμε την αξία των ιδίων κεφαλαίων της Coca-cola. Για παράδειγμα για το 2011 οι υπολειμματικές ταμιακές ροές είναι ίσες με **-199.100.000**.

Επομένως το αναμενόμενο μέρισμα είναι:

$$DPS_1 = D_0 * (1 + g) = -199.100.000 * (1 + 1,29\%) = -201.668.390$$

Οπότε η αξία της μετοχής για το 2011=

$$\frac{DPS_1}{k_e - g} = -\frac{201.668.390}{11,40\% - 1,29\%} = -1.994.741.741$$

Σύμφωνα με τα δεδομένα που βρίσκουμε από τους ισολογισμούς της ίδιας της εταιρείας, βλέπουμε ότι η διαφορά μεταξύ των υπολειμματικών ταμιακών ροών και των ιδίων κεφαλαίων είναι αρκετά μεγάλη, που σημαίνει ότι η μέθοδος αποτίμησης των υπολειμματικών ταμιακών ροών προς τους μετόχους δεν αποτελεί την καταλληλότερη μέθοδο αποτίμησης για την Coca-Cola 3E.

## **6.2. Εταιρεία Μη Εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών – Το Παράδειγμα της εταιρείας ΦΑΙΑΞ Α.Ε.Τ.Α.**

### **6.2.1. Γενικά στοιχεία για την εταιρεία ΦΑΙΑΞ Α.Ε.Τ.Α.**

Η ΦΑΙΑΞ Ανώνυμη Εταιρεία Τουριστικής Αναπτύξεως είναι μία από τις πιο σημαντικές εταιρείες που υπάρχει στον κλάδο του τουρισμού και ανήκει στον όμιλο της GRECOTEL. Η αλυσίδα GRECOTEL ιδρύθηκε το 1981 από την οικογένεια Δασκαλαντωνάκη και την διεθνή τουριστική TUI GROUP. Η GRECOTEL αποτελεί κορυφαία αλυσίδα εκμετάλλευσης ξενοδοχειακών μονάδων, έχοντας υπό την κατοχή της ξενοδοχεία σε ολόκληρη την Ελλάδα, επιχειρήσεις που λειτουργούν εντός των ξενοδοχείων, όπως κοσμηματοπωλεία, καθώς επίσης και εταιρείες εμπορίας τροφίμων.

Όσον αφορά στη ΦΑΙΑΞ ΑΕΤΑ, εδρεύει στο Κομμένο Γουβιά Κέρκυρας και έχει έξι υποκαταστήματα τα οποία είναι τα εξής:

- Το ξενοδοχείο Grecotel Corfu Imperial το οποίο βρίσκεται στην Κέρκυρα και αποτελεί έδρα της εταιρείας,
- Το Grecotel Rhodos Royal στη Ρόδο
- Το Grecotel Lakopetra Beach και
- Το Olympia Riviera Resort τα οποία βρίσκονται στην Πελοπόννησο
- Το Grecotel Pella Beach στη Χαλκιδική, και τέλος
- Το Grecotel Club Marine Palace, το οποίο βρίσκεται στο Πάνορμο Μυλοποτάμου Ρέθυμνο Κρήτης. Το συγκεκριμένο ξενοδοχείο ήταν υπό την εκμετάλλευση της CLUB MARINE PALACE Ξενοδοχειακή Ανώνυμη Εταιρεία. Πρόσφατα, όμως, μετά από συγχώνευση της ως άνω εταιρείας με την ΦΑΙΑΞ ΑΕΤΑ (συγκεκριμένα την 20/12/2013), και με απορρόφηση της πρώτης από τη δεύτερη, το ξενοδοχείο αυτό βρίσκεται πλέον υπό την εκμετάλλευση της εταιρείας ΦΑΙΑΞ ΑΕΤΑ.



### 6.2.2. Εφαρμογή Μεθόδου Αποτίμησης βάση Λογιστικών Δεδομένων στη ΦΑΙΑΞ Α.Ε.Τ.Α.

Σύμφωνα με τις μεθόδους Λογιστικών Δεδομένων, η αξία μιας εταιρείας διαφαίνεται στον Ισολογισμό της και εξαρτάται από την αξία των παγίων περιουσιακών στοιχείων της. Αφορούν όμως σε μία παρελθούσα χρονική στιγμή και δεν λαμβάνεται υπόψη σημαντικούς παράγοντες, όπως για παράδειγμα τη μετέπειτα εξέλιξη της εταιρείας και τον κίνδυνο που πιθανόν να αντιμετωπίσει στο μέλλον.

Παρόλα αυτά, στο παρόν υποκεφάλαιο θα επιχειρήσουμε να εφαρμόσουμε τη διαδικασία αποτίμησης της αξίας της εταιρείας ΦΑΙΑΞ ΑΕΤΑ με βάση τις μεθόδους που στηρίζονται σε Λογιστικά Δεδομένα κατά την ημερομηνία σύνταξης του Ισολογισμού της για την οικονομική χρήση 2012 (συγκεκριμένα την 31/12/2012).

Λογιστική Αξία: Σύμφωνα με τη μέθοδο λογιστικής αξίας, η αξία της επιχείρησης εκτιμάται ως το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων της. Με άλλα λόγια, η λογιστική αξία λογίζεται ως το σύνολο του ενεργητικού μειωμένο κατά τις ασώματες ακινητοποιήσεις (δηλαδή τα άυλα περιουσιακά στοιχεία, όπως είναι τα δικαιώματα ευρεσιτεχνίας, η υπεραξία, φήμη και πελατεία), τα οποία στην προκειμένη περίπτωση είναι μηδέν, και μειωμένο επίσης, από τις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις (όπως ομολογιακά δάνεια) και βραχυπρόθεσμες (όπως προμηθευτές), καθώς και τους λοιπούς πληρωτέους λογαριασμούς.

Πιο συγκεκριμένα:

Λογιστική Αξία = Γενικό Σύνολο Ενεργητικού

- Ασώματες Ακινητοποιήσεις
- Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις
- Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις
- Λοιποί Πληρωτέοι Λογαριασμοί

Παρακάτω απεικονίζεται απόσπασμα του Ισολογισμού της ΦΑΙΑΞ ΑΕΤΑ την 31/12/2012:

**ΠΙΝΑΚΑΣ 6: Απόσπασμα Ισολογισμού της ΦΑΙΑΞ Α.Ε.Τ.Α. την 31/12/2012**

<b>ΦΑΙΑΞ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΕΩΣ</b>			
<b>ΑΠΟΣΠΑΣΜΑ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ της 31<sup>ης</sup> ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2012</b>			
<b>(1 ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΥ – 31 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2012)</b>			
<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>		<b>ΠΑΘΗΤΙΚΟ</b>	
B. ΕΞΟΔΑ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ	2.768.502,98 <sup>6</sup>	Α. ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	56.809.914,40
Γ. ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	98.061.366,75 <sup>7</sup>	Γ. ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ (ΓΙ+ΓΙΙ)	100.744.412,85
Δ. ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	57.727.054,45	I. Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	82.039.722,86
		II. Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	18.704.689,99
Ε. ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓ/ΣΜΟΙ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	42.951,44	Δ. ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓ/ΣΜΟΙ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	1.045.548,37
<b>ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ (B+Γ+Δ+Ε)</b>	<b>158.599.875,62</b>	<b>ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ (Α+Γ+Δ)</b>	<b>158.599.875,62</b>

Όπως φανερώνει και ο ως άνω Ισολογισμός, η αξία των Ιδίων Κεφαλαίων ισούται με 56.809.914,40. Χρησιμοποιώντας όμως και τον τύπο που αναλύσαμε προηγουμένως, προκύπτει το ίδιο αποτέλεσμα.

Συγκεκριμένα:

$$\begin{aligned} \text{Λογιστική Αξία} &= 158.599.875,62 - 0,00 - 82.039.722,86 - 18.704.689,99 - 1.045.548,37 \\ &= 56.809.914,40 \end{aligned}$$

<sup>6</sup> Αντιστοιχεί σε Αναπόσβεστη Αξία

<sup>7</sup> Αντιστοιχεί σε Αναπόσβεστη Αξία και Ασώματες ακινητοποιήσεις ισούνται με μηδέν

Επομένως, σύμφωνα με τη Μέθοδο της Λογιστικής Αξίας, η αξία της επιχείρησης ισούται με 56.809.914,40 €.

Αναπροσαρμοσμένη Λογιστική Αξία: Η αξία της εταιρείας, σύμφωνα με τη μέθοδο Αναπροσαρμοσμένης Λογιστικής Αξίας, εκτιμάται κατά παρόμοιο τρόπο με την προηγούμενη μέθοδο, με την κύρια διαφορά ότι τα στοιχεία του Ισολογισμού αναπροσαρμόζονται με βάση τις παρατηρήσεις των ορκωτών ελεγκτών λογιστών.

Κατά τον έλεγχο των οικονομικών καταστάσεων, οι ορκωτοί ελεγκτές επισήμαναν τις παρακάτω παρατηρήσεις, με βάση τις οποίες θα προβούμε στις ανάλογες προσαρμογές:

- ✓ Δεν έχουν διενεργηθεί προβλέψεις για επισφαλείς απαιτήσεις συνολικού ποσού 1.276.000,00 €, άρα τα ίδια κεφάλαια και οι απαιτήσεις θα μειωθούν κατά το ποσό αυτό. Επομένως:

$$\text{Ίδια Κεφάλαια} = 56.809.914,40 - 1.276.000,00 = 55.533.914,40$$

$$\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό} = 57.727.054,45 - 1.276.000,00 = 56.451.054,45$$

- ✓ Δεν έχουν διενεργηθεί προβλέψεις για αποζημίωση προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία συνολικού ποσού 870.000,00 €, οπότε τα ίδια κεφάλαια θα μειωθούν, ενώ οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις θα αυξηθούν κατά το ποσό αυτό. Άρα:

$$\text{Ίδια Κεφάλαια} = 55.533.914,40 - 870.000,00 = 54.663.914,40$$

$$\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις} = 18.704.689,99 + 870.000,00 = 19.574.689,99$$

- ✓ Στη χρήση 2012 λογίσθηκαν έξοδα συνολικού ποσού 420.000,00 € που αφορούν την προηγούμενη χρήση, οπότε τα ίδια κεφάλαια θα μειωθούν, ενώ οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις θα αυξηθούν κατά το ποσό αυτό. Για το λόγο αυτό:

$$\text{Ίδια Κεφάλαια} = 54.663.914,40 - 420.000,00 = 54.243.914,40$$

$$\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις} = 19.574.689,99 + 420.000,00 = 19.994.689,99$$

- ✓ Δεν έχουν διενεργηθεί αποσβέσεις επί των εξόδων εγκατάστασης συνολικού ποσού 2.550.000,00 €, άρα τα ίδια κεφάλαια και τα έξοδα εγκαταστάσεως θα μειωθούν κατά το ποσό αυτό. Επομένως,

$$\text{Ίδια Κεφάλαια} = 54.243.914,40 - 2.550.000,00 = 51.693.914,40$$

$$\text{Έξοδα Εγκαταστάσεως} = 2.768.502,98 - 2.550.000,00 = 218.502,98$$

Με αντικατάσταση των παραπάνω αποτελεσμάτων, ο Ισολογισμός θα αποκτήσει την ακόλουθη μορφή:

**ΠΙΝΑΚΑΣ 7: Αναπροσαρμοσμένος Ισολογισμός της ΦΑΙΑΞ Α.Ε.Τ.Α. την 31/12/2012**

<b>ΦΑΙΑΞ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΕΩΣ</b>			
<b>ΑΠΟΣΠΑΣΜΑ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ της 31<sup>ης</sup> ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2012</b>			
<b>(1 ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΥ – 31 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2012)</b>			
<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>		<b>ΠΑΘΗΤΙΚΟ</b>	
B. ΕΞΟΔΑ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ	218.502,98	A. ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	51.693.914,40
Γ. ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	98.061.366,75	Γ. ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ (ΓΙ+ΓΙΙ)	102.034.412,85
Δ. ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	56.451.054,45	I. Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	82.039.722,86
		II. Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	19.994.689,99
E. ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓ/ΣΜΟΙ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	42.951,44	Δ. ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓ/ΣΜΟΙ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	1.045.548,37
<b>ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ (B+Γ+Δ+E)</b>	<b>154.773.875,62</b>	<b>ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ (A+Γ+Δ)</b>	<b>154.773.875,62</b>

Επομένως, η Αναπροσαρμοσμένη Λογιστική Αξία των συνολικών Ιδίων Κεφαλαίων ισούται με 51.693.914,40 €, έναντι ποσού 56.809.914,40 € που είχε προκύψει με βάση τη μέθοδο της Λογιστικής Αξίας, δηλαδή είναι μικρότερης αξίας κατά 5.116.000,00 €.

Η μέθοδος Αναπροσαρμοσμένης Λογιστικής Αξίας δίδει μια πιο ικανοποιητική προσέγγιση της πραγματικής αξίας της επιχείρησης καθώς δεν συμπεριλαμβάνει τα ατέλειες που προκύπτουν από τους υπολογισμούς που βασίζονται σε δεδομένα λογιστικών καταστάσεων.

Αξία Ρευστοποίησης: Με τον όρο αυτό εννοούμε την αξία που η αγορά θα διέθετε για την απόκτηση των περιουσιακών στοιχείων της εξεταζόμενης, κάθε φορά, εταιρείας, αν τα στοιχεία αυτά πωληθούν σήμερα, δηλαδή προκύπτει αν πωληθούν τα πάγια της και εξοφληθούν όλες οι υποχρεώσεις της. Η Αξία Ρευστοποίησης ισούται με τα Αναπροσαρμοσμένα Συνολικά Ίδια Κεφάλαιά της μειωμένα κατά τα άμεσα ρευστοποιήσιμα έξοδα. Άρα η αξία ρευστοποίησης είναι ίση με  $51.693.914,40 - 1.045.548,37 = 50.648.366,03$  €.

Αξία Αντικατάστασης: Με τη χρήση της μεθόδου αυτή, προσδιορίζεται το κόστος που απαιτείται για να αντικατασταθούν τα πάγια περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας, υπολογίζοντας και την τεχνολογική απαξίωση που επέρχεται σε αυτά κατά το πέρας των ετών, χωρίς όμως να συμπεριλαμβάνονται ανεκμετάλλευτα πάγια.

Υπάρχουν τρεις διαφορετικοί τύποι αξίας αντικατάστασης, οι οποίοι είναι οι εξής:

- Η Μικτή Αξία Αντικατάστασης, η οποία ισούται με το σύνολο του ενεργητικού στον αναπροσαρμοσμένο ισολογισμό, δηλαδή:

$$M.A.A. = 154.773.875,62 \text{ €}$$

- Η Καθαρή ή Διορθωμένη Αξία Αντικατάστασης, δηλαδή η αναπροσαρμοσμένη αξία συνολικών ιδίων κεφαλαίων και ισούται με:

$$\Delta.A.A. = 51.693.914,40 \text{ €}$$

- Τέλος, η Μειωμένη Μικτή Αξία Αντικατάστασης, η οποία ισούται με τη Μικτή Αξία Αντικατάστασης μειωμένη κατά τις μακροπρόθεσμες και βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις, επομένως:

$$M.M.A.A. = 154.773.875,62 - 102.034.412,85 = 52.739.462,77 \text{ €}$$

Από τα οποία τα 1.045.548,37 αφορούν σε μεταβατικούς λογαριασμούς παθητικού.

Εν κατακλείδι, παρόλη την απλή, ως προς τη διαδικασία, εφαρμογή, η αποτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης με τις μεθόδους που αφορούν σε Λογιστικά Δεδομένα δεν αποτελεί την καταλληλότερη εναλλακτική επιλογή αποτίμησης, διότι δεν παρέχει αρκετές πληροφορίες πάνω στην αποτίμηση. Επίσης, αναφέρεται σε μία συγκεκριμένη χρονική στιγμή και δεν συνυπολογίζει την ενδεχόμενη εξέλιξη της εξεταζόμενης κάθε φορά επιχείρησης.

## **ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ**

Η αποτίμηση των επιχειρήσεων αποτελεί μία άκρως σημαντική διαδικασία για τον προσδιορισμό της αξίας αυτών. Όπως γίνεται αντιληπτό, από την ως άνω ανάλυση, υπάρχει μεγάλος αριθμός μεθόδων αποτίμησης καθώς και παραλλαγές τους. Για τις ανάγκες της παρούσας εργασίας επιχειρήθηκε η ανάλυση και ομαδοποίηση των μεθόδων αυτών, καθώς και η εκτέλεση της διαδικασίας αποτίμησης με τη χρήση κάποιων εκ των σημαντικότερων μεθόδων.

Η εκτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης θεωρείται ακρογωνιαίος λίθος στην πραγματοποίηση ή μη μιας συγχώνευσης ή εξαγοράς, κερδοφόρας για όλα τα ενδιαφερόμενα μέλη (επενδυτές, μετόχους, αγοραστές). Για την επίτευξη ενός έγκυρου και ακριβή προσδιορισμού της αξίας μίας εταιρείας αποτελεί βάση η διεξαγωγή σωστών προβλέψεων, φυσικά η ποιότητα των οικονομικών καταστάσεων της εξεταζόμενης εταιρείας, η επιλογή της κατάλληλης μεθόδου, καθώς και η ορθή εφαρμογή της. Συχνά συνιστάται η χρήση περισσότερων τρόπων προσέγγισης, δηλαδή η εφαρμογή παραπάνω εκ του ενός μεθόδων, για την επαλήθευση των αποτελεσμάτων. Από τη διαδικασία όμως αυτή, ενδεχομένως να προκύψουν μεγάλες αποκλίσεις ως προς την αξία, επομένως να χρειαστεί να προβούμε σε επανεξέταση των παραδοχών που λάβαμε υπόψη προηγουμένως. Σημαντική επίσης προϋπόθεση για την ορθή εκτίμηση της αξίας αποτελεί και η πλήρης κατανόηση της διαδικασίας εφαρμογής της επιλεγόμενης κάθε φορά μεθόδου. Η ορθή χρήση των μεθόδων αυτών βασίζεται στην κρίση κάθε εκτιμητή, η οποία είναι υποκειμενική, άρα το αποτέλεσμα, χρησιμοποιώντας την ίδια μέθοδο, πιθανόν να διαφοροποιείται ακόμα και σε επιχειρήσεις του ίδιου κλάδου.

Πιο συγκεκριμένα, η εφαρμογή της μεθόδου αποτίμησης με χρήση λογιστικών δεδομένων, είναι θεωρητικά η πιο απλή μέθοδος, μιας και τα στοιχεία φανερώνονται με μικρούς υπολογισμούς στον Ισολογισμό της. Συγκρίνοντάς την, όμως, με τις υπόλοιπες, δεν παρέχει αρκετές πληροφορίες. Αντιθέτως, αναφέρεται σε μία χρονική στιγμή στο παρελθόν και δεν προβλέπει τη μετέπειτα εξέλιξη της εκάστοτε εταιρείας.

Από την άλλη μεριά, η εφαρμογή των μεθόδων οι οποίες βασίζονται στην προεξόφληση μελλοντικών ταμειακών ροών, δίδουν περισσότερες σε όγκο πληροφορίες, προϋποθέτουν όμως και εξίσου σημαντικό πλήθος στοιχείων για την εξαγωγή αυτών. Σύμφωνα με τις μεθόδους αυτές, η αξία της επιχείρησης εξετάζεται με βάση την ικανότητά της να δημιουργεί ταμειακές ροές. Παρόλα αυτά, συγκριτικά με τις υπόλοιπες μεθόδους, παρέχουν πιο ακριβή και αξιόπιστα αποτελέσματα

Τέλος, όσον αφορά στη μέθοδο των πολλαπλασιαστών, αποδεδειγμένα θεωρείται η καταλληλότερη για την εκτίμηση της αξίας μιας εταιρείας ως προς το εάν είναι υπερεκτιμημένη ή υποεκτιμημένη. Για την εξαγωγή του αποτελέσματος χρησιμοποιεί δείκτες. Όμως, η εκτίμηση αυτή των δεικτών θεωρείται χρονοβόρα διαδικασία και η ανάλυση των πολλαπλασιαστών επίσης. Επομένως, θα πρέπει να προσαρμοστεί με τεράστια προσοχή στις ιδιαιτερότητες της εκάστοτε εταιρείας.

Κατά τη διαδικασία αποτίμησης, σχεδόν όλες οι μέθοδοι προβαίνουν στη χρήση ενός συντελεστή προεξόφλησης βασιζόμενο στον κίνδυνο και τη φορολογία. Όσον αφορά στον πρώτο, ο υπολογισμός του θεωρείται περίπλοκος, ενώ η φορολογία μπορεί να εκτιμηθεί πιο αξιόπιστα.

Εν κατακλείδι, πολλοί αναλυτές υποστηρίζουν ότι για να επιτευχθεί η αποτίμηση μιας εταιρείας, προτείνεται η χρήση τουλάχιστον δύο μεθόδων, έτσι ώστε να προσεγγίζεται καλύτερα η αξία της. Χωρίς, όμως, αυτό να σημαίνει τον αποκλεισμό κάποιων εκ των ως άνω μεθόδων από τη διαδικασία αποτίμησης. Αντιθέτως, κατά τη διαδικασία αποτίμησης, τα αποτελέσματά τους, προτείνεται, να εκτιμώνται παράλληλα για τον προσδιορισμό της πραγματικής αξίας της εκάστοτε επιχείρησης.



---

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

---

### ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΕΣ ΠΗΓΕΣ

- ΘΕΟΔΩΡΟΣ Γ. ΓΡΗΓΟΡΑΚΟΣ, 2008, «ΑΝΑΛΥΣΗ – ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΤΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΓΕΝΙΚΟΥ ΛΟΓΙΣΤΙΚΟΥ ΣΧΕΔΙΟΥ», ΤΟΜΟΣ Α' – 13<sup>η</sup> ΕΚΔΟΣΗ, ΑΝΤ. Ν. ΣΑΚΚΟΥΛΑ
- ΓΕΩΡΓΙΟΣ Π. ΑΡΤΙΚΗΣ, 2002, «ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ – ΑΠΟΦΑΣΕΙΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΕΩΝ», ΕΚΔΟΣΕΙΣ INTERBOOKS
- ΓΕΩΡΓΙΟΣ Π. ΑΡΤΙΚΗΣ, 2002, «ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ – ΑΠΟΦΑΣΕΙΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ»
- ΓΕΩΡΓΙΟΣ ΠΑΠΟΥΛΙΑΣ, 2002, «ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ», 5<sup>η</sup> ΕΚΔΟΣΗ, ΠΑΠΟΥΛΙΑΣ
- ΕΜΜΑΝΟΥΗΛ Ι. ΣΑΚΕΛΛΗΣ, 2002, «ΔΙΕΘΝΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΑ ΠΡΟΤΥΠΑ», ΤΟΜΟΣ Α', ΕΚΔΟΣΕΙΣ Ε. ΣΑΚΕΛΛΗ
- ΕΜΜΑΝΟΥΗΛ Ι. ΣΑΚΕΛΛΗΣ, 2001, «ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ – ΔΙΑΣΠΑΣΕΙΣ – ΕΞΑΓΟΡΕΣ – ΜΕΤΑΤΡΟΠΕΣ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΚΑΙ ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΑΞΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΣ»
- ΝΙΚΟΛΑΟΣ Σ. ΠΟΜΟΝΗΣ, 2009, «ΚΩΔΙΚΑΣ ΒΙΒΛΙΩΝ ΚΑΙ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ», 5<sup>η</sup> ΕΚΔΟΣΗ, ΑΘ. ΣΤΑΜΟΥΛΗΣ
- ΑΡΙΣΤΟΤΕΛΗΣ Γ. ΚΟΝΤΑΚΟΣ, 2006, «ΓΕΝΙΚΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ», ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΕΛΛΗΝ
- ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ Ι. ΚΑΡΑΓΙΑΝΝΗΣ, 2003, «ΚΟΣΤΟΛΟΓΗΣΗ ΜΕ ΤΗΝ ΟΜΑΔΑ 9 ΤΟΥ Γ.Λ.Σ. – ΜΗΝΙΑΙΑ ΚΟΣΤΟΛΟΓΗΣΗ – ΕΤΗΣΙΑ ΚΟΣΤΟΛΟΓΗΣΗ – ΔΙΑΚΙΝΗΣΗ ΑΠΟΘΗΚΗΣ ΣΤΗΝ ΠΡΑΞΗ», 3<sup>η</sup> ΕΚΔΟΣΗ, ΚΑΡΑΓΙΑΝΝΗΣ
- ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ Ι. ΚΑΡΑΓΙΑΝΝΗΣ – ΙΩΑΝΝΗΣ Δ. ΚΑΡΑΓΙΑΝΝΗΣ – ΑΙΚΑΤΕΡΙΝΗ Δ. ΚΑΡΑΓΙΑΝΝΗ, 2009, «ΛΟΓΙΣΤΙΚΑ – ΚΟΣΤΟΛΟΓΗΣΗ – ΦΟΡΟΤΕΧΝΙΚΑ – ΓΕΝΙΚΟ ΛΟΓΙΣΤΙΚΟ ΣΧΕΔΙΟ – Κ.Β.Σ. ΣΤΗΝ ΠΡΑΞΗ», 21<sup>η</sup> ΕΚΔΟΣΗ, ΚΑΡΑΓΙΑΝΝΗΣ

- ΓΕΩΡΓΙΟΣ ΒΕΝΙΕΡΗΣ – ΣΑΝΔΡΑ ΚΟΕΝ, 2007, «ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ», ΕΚΔΟΣΕΙΣ Ρ. Ι. PUBLISHING
- ΣΠΥΡΟΣ Ι. ΣΠΥΡΟΥ, 2003, «ΑΓΟΡΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΣ & ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ», ΕΚΔΟΣΕΙΣ Γ. ΜΠΕΝΟΥ
- ΑΓΓΕΛΟΣ Α. ΤΣΑΚΛΑΓΚΑΝΟΣ, 2011, «ΕΛΕΓΚΤΙΚΗ», 2<sup>η</sup> ΕΚΔΟΣΗ, ΑΔΕΛΦΩΝ ΚΥΡΙΑΚΙΔΗ Α.Ε.
- ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ ΤΡΙΑΡΧΗΣ, 2011, «ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ – ΘΕΩΡΙΑ & ΤΕΧΝΙΚΗ ΚΑΤΑΡΤΙΣΗΣ – ΣΥΜΦΩΝΑ ΜΕ ΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΝΟΜΟΘΕΣΙΑ ΚΑΙ ΣΕ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕ ΤΗΝ ΔΙΕΘΝΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΠΡΑΚΤΙΚΗ», ΕΚΔΟΣΕΙΣ Τ. ΔΙΣΙΓΜΑ
- ΘΕΜΙΣΤΟΚΛΗΣ Γ. ΛΑΖΑΡΙΔΗΣ, 2005, «ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ: ΘΕΩΡΙΑ – ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ – ΠΡΑΚΤΙΚΗ»
- Α. Ι. ΙΓΝΑΤΙΑΔΗ, 1989, «ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ», ΤΕΥΧΟΣ Ι ΚΑΙ ΙΙ
- ΑΛΕΞΑΝΔΡΟΣ ΣΦΑΡΝΑΣ, «ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ», 1990
- ΚΑΡΑΓΙΩΡΓΟΣ Θ. ΚΑΙ ΠΑΠΑΔΟΠΟΥΛΟΣ Δ., 2003, «ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ», ΤΕΥΧΟΣ Ι ΚΑΙ ΙΙ
- ΝΙΚΟΛΑΟΣ Γ. ΠΡΩΤΟΨΑΛΤΗΣ, 1999, «ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΤΑΜΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ – CASH FLOWS STATEMENTS», 2<sup>η</sup> ΕΚΔΟΣΗ, ΑΘ. ΣΤΑΜΟΥΛΗΣ
- ΧΡΗΣΤΟΣ Ι. ΝΕΓΚΑΚΗΣ, 2010, «ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΩΝ – ΘΕΩΡΙΑ – ΕΦΑΡΜΟΓΕΣ», ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΣΟΦΙΑ
- ΝΙΚΗΤΑΣ Α. ΝΙΑΡΧΟΣ, 2004, «ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ», 7<sup>η</sup> ΕΚΔΟΣΗ, ΑΘ. ΣΤΑΜΟΥΛΗΣ
- ΧΡΗΣΤΟΥ Ι. ΚΑΖΑΝΤΖΗ – ΙΑΩΝΝΗΣ Ν. ΣΩΡΡΟΥ, 2005, «ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΕΦΑΡΜΟΓΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ», ΕΚΔΟΣΕΙΣ BUSINESS PLUS Α.Ε.

- PALEPU HEALLY BERNARD, 2004, «BUSINESS ANALYSIS & VALUATION – USING FINANCIAL STATEMENTS»
- ASWATH DAMODARAN A., 2002, «INVESTMENT VALUATION»
- BREALY – MYERS – MARCUS, 2007, «FUNDAMENTALS OF CORPORATE FINANCE»
- GARRISON – NOREEN – BREWER, 2006, «MANAGERIAL ACCOUNTING»

### **ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ ΠΗΓΕΣ**

- [www.hrima.gr/article.asp?view=104&ref=93](http://www.hrima.gr/article.asp?view=104&ref=93)
- [www.kathimerini.gr/257259/article/oikonomia/ellhnikh-oikonomia/forologia-metavivashs-mh-eishgmenwn-metoxwn---ti-isxyei-gia-toys-allodapouys](http://www.kathimerini.gr/257259/article/oikonomia/ellhnikh-oikonomia/forologia-metavivashs-mh-eishgmenwn-metoxwn---ti-isxyei-gia-toys-allodapouys)
- [www.capital.gr](http://www.capital.gr)
- [www.kathimerini.gr](http://www.kathimerini.gr)
- [www.taxheaven.gr](http://www.taxheaven.gr)
- [www.taxnews.info/kfe-neos/](http://www.taxnews.info/kfe-neos/)
- [www.pofee.gr/](http://www.pofee.gr/)
- [www.iese.edu/research/pdfs/di-0449-e.pdf](http://www.iese.edu/research/pdfs/di-0449-e.pdf) - Fernandez Pablo, Company Valuation Methods – The most common errors in valuations, Working Paper No 449, IESE Business School, January 2002
- [www.iraj.gr](http://www.iraj.gr) - “ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΕΤΑΙΡΙΩΝ στην ΕΠΙΟΧΗ της «ΝΕΑΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ» - ΠΑΛΑΙΕΣ ΚΑΙ ΝΕΕΣ ΜΕΘΟΔΟΙ” του ΝΙΚΟΛΑΟΥ ΗΡ. ΓΕΩΡΓΙΑΔΗ (2006)
- [www.jbrhellas.gr](http://www.jbrhellas.gr) - “ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ” της JBR HELLAS LTD (2002)

- [www.pcci.gr/everimages/FOROS\\_METAVIVASIS\\_METOXON\\_AE\\_F11694.pdf](http://www.pcci.gr/everimages/FOROS_METAVIVASIS_METOXON_AE_F11694.pdf)
- [http://iraj.gr/IRAJ/2009\\_12\\_18\\_Equity\\_Market\\_Valuation.pdf](http://iraj.gr/IRAJ/2009_12_18_Equity_Market_Valuation.pdf)
- [www.forologikanea.gr/pages/display/arthro-27-apografi/](http://www.forologikanea.gr/pages/display/arthro-27-apografi/)
- [http://ebookbrowse.net/co/corporate-valuation-by-damodaran-pdf#.UyoY06h\\_t9s](http://ebookbrowse.net/co/corporate-valuation-by-damodaran-pdf#.UyoY06h_t9s)
- [www.coca-colahellenic.com/investorrelations/financialresults](http://www.coca-colahellenic.com/investorrelations/financialresults) - Ιστοσελίδα Ισολογισμών εταιρείας Coca Cola 3E
- <http://faiax.gr/> - Ιστοσελίδα Ισολογισμών εταιρείας ΦΑΙΑΞ Α.Ε.Τ.Α.