

Brigham, Ehrhardt & Fox

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ

ΔΙΟΙΚΗΣΗ

ΑΠΟ ΤΗ ΘΕΩΡΙΑ ΣΤΗΝ ΠΡΑΞΗ



Chapter 8

Valuation of Shares and Companies



Θέματα Κεφαλαίου

- Χαρακτηριστικά κοινών μετοχών
- Αποτίμηση κοινών μετοχών
 - Υπόδειγμα ανάπτυξης μετοχών
 - Υπόδειγμα αποτίμησης ελεύθερων ταμειακών ροών
- Προνομιούχες μετοχές

Βασικά Χαρακτηριστικά Κοινών Μετοχών

- Νόμιμο δικαίωμα ιδιοκτησίας
- Περιορισμένη ευθύνη μετόχων
- Πώληση μετοχών στο Χρηματιστήριο
- Οι μέτοχοι εκλέγουν τα μέλη του ΔΣ κατ' αναλογία των κατεχόμενων μετοχών. Τα μέλη του ΔΣ διοικούν την εταιρία.
- Οι μέτοχοι εισπράττουν μέρισμα από την εταιρία.
- Οι προνομιούχες μετοχές έχουν περιορισμένο μέρισμα σε αντάλλαγμα της πρώτης σειράς προτεραιότητας για είσπραξη μερίσματος και καλύτερα δικαιώματα σε περίπτωση χρεοκοπίας.

Βασικά Χαρακτηριστικά Προνομιούχων μετοχών

- Περιορισμός μερισμάτων
- Σε αντίθεση με τα ομόλογα, η μη-πληρωμή δεν δίνει το δικαίωμα πώλησης περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας
- Έχουν όμως προτεραιότητα στη διανομή μερίσματος
- Έχουν καλύτερα δικαιώματα στην χρεοκοπία.

Πηγές Αξίας

- Λειτουργική αξία
- Μη-λειτουργικά περιουσιακά στοιχεία
 - Εμπορεύσιμα χρεόγραφα
 - Ιδιοκτησία των μη-ελέγχουσας πλειοψηφίας σε άλλη εταιρία
 - Η αξία των μη-λειτουργικών περιουσιακών στοιχείων είναι περίπου ίση με την αξία που αναφέρεται στον ισολογισμό.

Αξιώσεις επί της Εταιρικής Αξίας

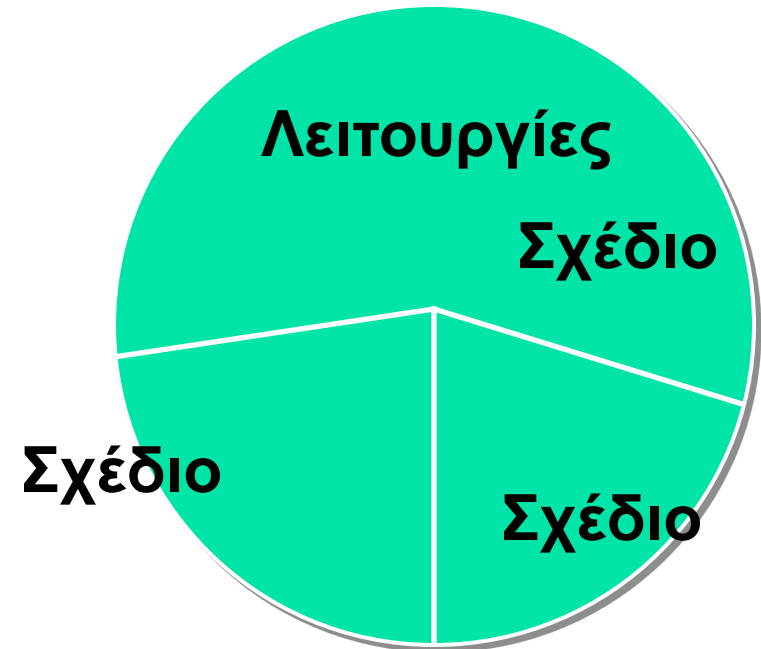
- Οι χρεώστες έχουν αξιώσεις πρώτης σειράς προτεραιότητας.
- Έπονται οι προνομιούχοι μέτοχοι.
- Τυχόν απομένουσα αξία ανήκει στους κοινούς μετόχους.

Συνολική Αξία Εταιρίας: Πηγές και Αξιώσεις

Αξιώσεις: Χρηματοδότηση



Πηγές: Δραστηριότητες που χρηματοδοτούνται και παράγουν αποδόσεις



Αναφορά Τιμής Μετοχής (Yahoo)

Rolls-Royce Group PLC (RR.L) - LSE Ticker: 63H849/ISIN: GB00B63H8491

[+ Add to Portfolio](#)

[Like](#)

4

976.00 ↑ 3.00 (0.31%) 16:36

Prev Close:	973.00	Day's Range:	970.50 - 979.88
Open:	973.50	52wk Range:	777.00 - 1,108.00
Bid:	975.50	Volume:	5,169,282
Ask:	976.50	Avg Vol (3m):	6,557,930
1y Target Est:	N/A	Market Cap:	18.37bn
Beta:	N/A	P/E (ttm):	26,378.38
Next Earnings Date:	N/A	EPS (ttm):	0.04
		Div & Yield:	N/A (N/A)

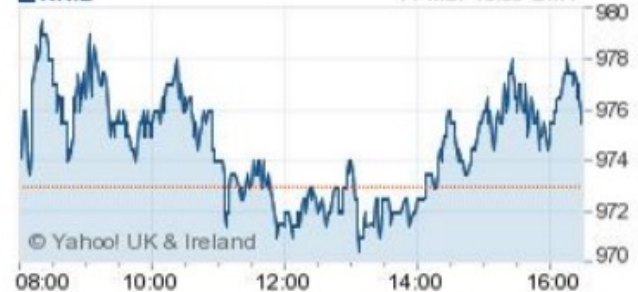
[Trade Now](#)



ROLLS-ROYCE HLDGS

■ RR.L

11 Mar 16:30 GMT



1d 5d 1m 3m 6m 1y 2y 5y max

[customise chart](#)

Βασικό Υπόδειγμα Αποτίμησης Μετοχών

Αξία μετοχών = Παρούσα αξία μελλοντικών μερισμάτων

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+r_s)^1} + \frac{D_2}{(1+r_s)^2} + \frac{D_3}{(1+r_s)^3} + \dots + \frac{D_\infty}{(1+r_s)^\infty}$$
$$= \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r_s)^t}$$

Αποτίμηση Μετοχών με Ανάπτυξη

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)^1}{(1+r_s)^1} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+r_s)^2} + \frac{D_0(1+g)^3}{(1+r_s)^3} + \dots + \frac{D_0(1+g)^\infty}{(1+r_s)^\infty}$$

$$= \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_0(1+g)^t}{(1+r_s)^t}$$

$$= \frac{D_1}{r_s - g}$$

Αποτίμηση Μετοχών– απόδοση ως μέρισμα + μελλοντική τιμή μετοχής

A
$$P_2 = \frac{D_3}{(1+r_s)^3} + \dots + \frac{D_\infty}{(1+r_s)^\infty}$$

B
$$P_0 = \frac{D_1}{(1+r_s)^1} + \frac{D_2}{(1+r_s)^2} + P_2$$

Γ
$$P_0 = \frac{D_1}{(1+r_s)^1} + \frac{D_2}{(1+r_s)^2} + \frac{D_3}{(1+r_s)^3} + \dots + \frac{D_\infty}{(1+r_s)^\infty}$$

- **A:** Το P_2 είναι η παρούσα αξία της μετοχής μετά από 2 έτη, η οποία με τη σειρά της αντιπροσωπεύει μελλοντικά μερίσματα.
- **B:** Επομένως, η αποτίμηση Valuation είναι τα μερίσματα πριν την τιμή πλέον την παρούσα αξία της τιμής.
- **Γ:** Αφού η τιμή αντιπροσωπεύει το μέρισμα μετά από μέρισμα price *μετά από 2 έτη*, το **B** είναι εννοιολογικά ίδιο με το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων (Γ).

Share valuation – with different returns & growth estimates

Ρυθμός Ανάπτυξης	Απόδοση 10%	Απόδοση 11%	Απόδοση 12%	Απόδοση 13%	Απόδοση 15%
1%	0,5611 (–2%)	0,505 (–12%)	0,4591 (–20%)	0,4208 (–26%)	0,3885 (–32%)
2%	0,6375 (11%)	0,05667 (–1%)	0,51 (–11%)	0,4636 (–19%)	0,425 (–26%)
3%	0,7357 (29%)	0,06438 (13%)	0,5722 (0%)	0,515 (–10%)	0,4682 (–18%)
4%	0,8667 (51%)	0,7429 (30%)	0,65 (14%)	0,5778 (1%)	0,52 (–9%)
5%	1,05 (83%)	0,875 (53%)	0,75 (31%)	0,6563 (15%)	0,5833 (2%)

ΠΙΝΑΚΑΣ 8.1

Αξία των Μετοχών της Εταιρίας ABC κάτω από Διαφορετικούς Συνδυασμούς Ανάπτυξης και Απόδοσης. Η ποσοστιαία διαφορά από την αρχική εκτίμηση €0,5722 είναι σε παρένθεση (έντονα γράμματα).

Λαμβάνοντας την αρχική τιμή €0.5722 ως ένα ετήσιο μέρισμα €0.05 ανά μετοχή με ανάπτυξη 3% και απόδοση 12% , ο πίνακας εμφανίζει τις επιπτώσεις διαφορετικών συνδυασμών ανάπτυξης και αποδόσεων. Οι παρενθέσεις δηλώνουν την διαφορά από την τιμή €0.5722

- Μια μικρή μεταβολή του ποσοστού έχει ως αποτέλεσμα μια μεγάλη μεταβολή στην αξία!
- Όσο μεγαλύτερη η απαιτούμενη απόδοση, τόσο λιγότερο σημαντικές οι διαφορές στην ανάπτυξη.
- Όσο μεγαλύτερη , τόσο πιο σημαντικές οι διαφορές στην απόδοση

Αποτίμηση Μετοχών – Προεξόφληση Ελεύθερων Ταμειακών Ροών (FCF)

$$\begin{aligned} \text{FCF} = & \text{EBIT (Κέρδη προ τόκων και φόρων)} \\ & - \text{Φόροι} \\ & + \text{Αποσβέσεις} \\ & - \text{Απαιτούμενες επενδύσεις σε νέα κεφάλαια κίνησης} \\ & \text{και πάγια περιουσιακά στοιχεία} \end{aligned}$$

- Η ιδέα είναι ότι το FCF αντιπροσωπεύει τι μέγιστο ποσό μερισμάτων που μπορεί να ανακοινωθεί.
- Μπορούμε επομένως να εφαρμόσουμε τι βασικό υπόδειγμα των μερισμάτων.

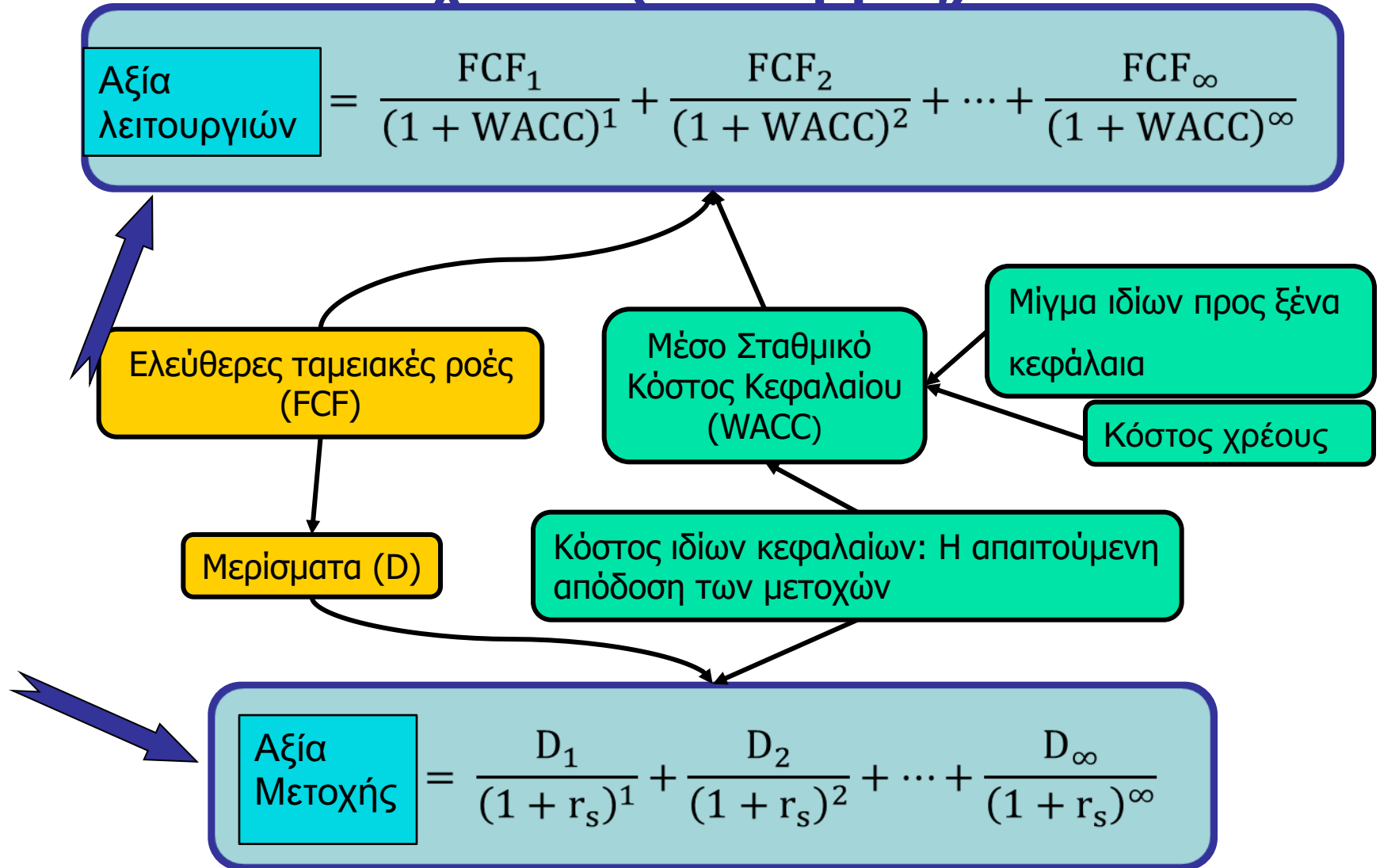
$$\text{Share Value}_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1 + r_s)^t}$$

Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (WACC)

- Ο συντελεστής προεξόφλησης (r_s) περιλαμβάνει κίνδυνο
- Είναι ο κίνδυνος της δραστηριότητας
- Οι εταιρίες έχουν πολλές δραστηριότητες και επομένως το WACC είναι ο μέσος κίνδυνος σταθμισμένος με τη καθαρή παρούσα αξία ήτοι:

$$Share\ Value_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1 + WACC)^t}$$

Αποτίμηση Εταιρίας έναντι Αποτίμησης Σχεδίου (Λειτουργίας)



Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου και Θεώρημα Διαχωρισμού

- Θεώρημα διαχωρισμού: Οι προτιμήσεις των μετόχων όσον αφορά τον κίνδυνο είναι ανεξάρτητες από τον κίνδυνο της εταιρίας ως σύνολο (όπως και στο Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου) επειδή...
- Οι Modigliani και Miller στοιχειοθέτησαν ότι οι μέτοχοι μπορούν να μεταβάλλουν τον κίνδυνο του προσωπικού τους επενδυτικού χαρτοφυλακίου δανειζόμενοι για να καλύψουν ένα μέρος της επένδυσης ή επενδύοντας σε ένα μίγμα περιουσιακών στοιχείων με κίνδυνο και χωρίς κίνδυνο (βλ. Γραμμή Χρεογράφων)
- Ο William Sharpe στοιχειοθέτησε ότι η αγορά μετοχών τιμολογεί τον κίνδυνο της μετοχής αντί εκείνον των μετόχων (βλ. Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων $r_s = a + \beta_s(r_m - r_f)$)

Αποτίμηση Μετοχών – Αρχή της Πρόσθεσης των Αξιών

- Η αποτίμηση είναι ένα «σχέδιο»
- Η εταιρία είναι ένα «χαρτοφυλάκιο σχεδίων»
- Τι θα συμβεί αν ορίσουμε τα σχέδια με διαφορετικό τρόπο;
- Υποθέτουμε πρόσθεση των αξιών.
- Π.χ., :
 - Παρούσα αξία $A = 3$, $B = 4$, $\Gamma = 8$. Συνολική αξία = 15.
 - Ή $AB = 7$, $\Gamma = 8$ Συνολική αξία = 15.
- Δεν υπάρχουν συνέργειες;

Αποτίμηση Μετοχών έναντι Αποτίμησης Αγοράς Μετοχών I

- Η αγορά μετοχών προσδιορίζει την τιμή όχι το υπόδειγμα της καθαρής παρούσας αξίας (NPV).
- Η υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών δηλώνει ότι η καλύτερη εκτίμηση είναι εκείνη της αγοράς.
- Τα ερευνητικά υποδείγματα είναι μια προσπάθεια κατανόησης της διαδικασίας αυτής.
- Το υπόδειγμα της Καθαρής Παρούσας Αξίας (NPV) είναι κανονιστικό (ο τρόπος με τον οποίο η θεωρία λέει ότι γίνεται η αποτίμηση πρέπει να συμπληρωθεί με ορισμένες υποθέσεις, συμπεριλαμβανομένης και μιας κανονικής κατανομής των αποδόσεων)

Αποτίμηση Μετοχών έναντι

Αποτίμησης Αγοράς Μετοχών II

- Το υπόδειγμα της Καθαρής Παρούσας Αξίας (NPV) δεν είναι πλήρες
- Το υπόδειγμα της Καθαρής Παρούσας Αξίας :
 - Δεν περιλαμβάνει το δικαίωμα προτίμησης (βλ. παρακάτω) δηλ. τις ευκαιρίες που δημιουργούνται **ΕΑΝ** τα μελλοντικά κέρδη είναι μεγαλύτερα των αναμενόμενων.
 - Δεν περιλαμβάνει τις αντιδράσεις των επιμέρους ανταγωνιστών
 - Δεν εξηγεί τις συχνές μεταβολές των τιμών.
 - Δεν εξηγεί τις φούσκες και τις υφέσεις
 - Δεν εξηγεί την φαινομενικά υψηλή απόδοση της επένδυσης σε μετοχές (γρίφος της απόδοσης των μετοχών)
- Τι συμβαίνει με τις εμπειρικές μελέτες σε ζητήματα επενδύσεων; Γνωρίζουμε ότι η προσωπική κρίση υποβοηθείται από τους λογαριασμούς και από δείκτες όπως ο δείκτης P/E αλλά δεν υπάρχει ένα σαφές υπόδειγμα.
 - Υπάρχουν πολλά που δεν έχουμε κατανοήσει ακόμα