



ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΘΕΩΡΙΑ – ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ – ΠΡΑΚΤΙΚΗ

ΘΕΜΙΣΤΟΚΛΗΣ ΛΑΖΑΡΙΔΗΣ
ΑΝΑΠΛΗΡΩΤΗΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΘΕΣΣΑΛΙΑΣ



ΓΕΝΙΚΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ

ΘΕΜΙΣΤΟΚΛΗΣ ΛΑΖΑΡΙΔΗΣ
ΑΝΑΠΛΗΡΩΤΗΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΘΕΣΣΑΛΙΑΣ



ΟΡΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

- **Επιχείρηση** θεωρείται ως το σύνολο των δικαιωμάτων, υλικών πραγμάτων και υποχρεώσεων, που αποτελούν οργανωμένη οικονομική ενότητα γύρω από το πρόσωπο του φορέα της, που στοχεύει στην επίτευξη κέρδους. Επιχείρηση ή οικονομική μονάδα κατά την οικονομική επιστήμη είναι η οργανωμένη οντότητα η οποία προτίθεται να αγοράσει ή να παράγει ορισμένα αγαθά ή υπηρεσίες για να τα διαθέσει στην αγορά ανεξάρτητα από κάθε άλλη ανταγωνίστρια προς αυτήν οικονομική μονάδα. Συνεπώς η κάθε επιχείρηση ή οικονομική μονάδα διαθέτει ουσιαστική περιουσιακή αυτοτέλεια νομικά ισχυρή (σε κάποιο βαθμό η αυτοτέλεια αυτή περιορίζεται π.χ. στην περίπτωση της Ομόρρυθμης Εταιρίας, αποκλειστικότητα νομικής αυτοτέλειας μπορεί να υπάρξει στην περίπτωση των κεφαλαιουχικών επιχειρήσεων όπως είναι οι Α.Ε. και οι Ε.Π.Ε.). Οικονομική μονάδα θεωρείται ότι είναι ο οργανωμένος συνδυασμός των συντελεστών παραγωγής (εργασία, κεφάλαιο, φύση, επιχειρηματικότητα και πληροφορία) με τους οποίους επιδιώκεται η αγορά εμπορεύσιμων αγαθών ή η παραγωγή οικονομικών αγαθών, με σκοπό το κέρδος.



ΕΚΤΙΜΗΣΗ vs ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

- **Εκτίμηση** είναι η διαδικασία-μέθοδος μέσω της οποίας υπολογίζεται η αξία των υλικών στοιχείων ενεργητικού και παθητικού μίας επιχείρησης.
- **Αποτίμηση** είναι η πράξη ή διαδικασία προσδιορισμού της αξίας μίας επιχείρησης ή ενός τμήματος της.



Η αξία της επιχείρησης, το μεγάλο ερωτηματικό

- Υπάρχει ένας γενικά αποδεκτός τρόπος προσδιορισμού της αξίας της επιχείρησης;
 - ⊙ Οι μελετητές (θεωρητικοί και πρακτικοί) διαφωνούν για την οπτική γωνία θεώρησης, για την μέθοδο, για τα εργαλεία για τον τρόπο ανακοίνωσης των αποτελεσμάτων. Η βιβλιογραφία είναι εκτενής και έχει επεκταθεί σε γνωστικά πεδία πέραν του βασικού χρηματοοικονομικού. Έτσι μιλούν για την αξία της επιχείρησης οι μελετητές της διοικητικής επιστήμης, του ανθρώπινου δυναμικού, οι μακρο-οικονομολόγοι, κ.α.



Αξία Επιχείρησης – Αξία Μετοχικού Κεφαλαίου

■ Αξία της επιχείρησης

(+) Αγοραία αξία μη λειτουργικών κεφαλαίων

(-) Αγοραία αξία μη λειτουργικών υποχρεώσεων

(+) Παρούσα αξία συμμετοχών που δεν ενοποποιούνται στις προβλέψεις

(-) Αγοραία αξία των δανειακών κεφαλαίων

= Αξία μετοχικού κεφαλαίου



Η αξία της επιχείρησης και οι βασικοί εξωτερικοί παράγοντες που την επηρεάζουν

- Ένα κοινό στοιχείο και των τριών παραγόντων είναι ότι συνδέονται άμεσα και κατά μεγάλο ποσοστό «σχηματίζουν» τις προσδοκίες των ενδιαφερομένων μερών (επενδυτών, μετόχων, τραπεζών, κλπ.).
- Ιδιαίτερη σημασία έχουν οι παράγοντες αυτοί στην αποτίμηση των επιχειρήσεων που είναι εισηγμένες στην κεφαλαιαγορά. Η αποτίμηση είναι καθημερινή και η επίδραση των παραγόντων αυτών άμεση (μία ανακοίνωση αύξησης των επιτοκίων ή του πληθωρισμού ή μία ανακοίνωση που μεταβάλλει το ελεύθερα διαπραγματευόμενο ποσοστό μετοχών στην κεφαλαιαγορά (Free Float) θα επιφέρει μεταβολή στην τιμή της μετοχής και συνεπώς στην αξία της επιχείρησης).

ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ	ΠΟΡΕΙΑ ΠΑΡΑΓΟΝΤΑ	ΠΟΡΕΙΑ ΤΙΜΩΝ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ – ΑΞΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ
Πληθωρισμός	↑	↓
	↓	↑
Ρευστότητα	↑	↑
	↓	↓
Επιτόκια	↑	↓
	↓	↑



Πρόσωπα και ομάδες προσώπων που τους ενδιαφέρει η αξία της εταιρίας

Πρόσωπο, ομάδα προσώπων	Απόφαση
Επιχειρηματίας	Ο επιχειρηματίας πρέπει να γνωρίζει την πορεία της εταιρίας του και με βάση αυτή να λάβει στρατηγικές αποφάσεις για την ανάπτυξή της ή όχι, για τον δανεισμό της, κλπ.
Δανειστές	Προσδιορισμός του επιτοκίου και των άλλων όρων δανεισμών
Πελάτες	Πιστοποίηση της αξιοπιστίας της εταιρίας και την συνέχιση της παροχής των υπηρεσιών ή προϊόντων
Προμηθευτές	Διαμόρφωση στρατηγικής πίστωσης
Στελέχη της εταιρίας - Διευθυντές	Προσδιορισμός των επιπέδων των μισθών - bonus, λήψη στρατηγικών αποφάσεων, κλπ.
Εργαζόμενοι	Προσδιορισμός των επιπέδων αύξησης των μισθών, επιδομάτων κλπ.
Υποψήφιοι εργαζόμενοι	Εργασία ή όχι στην εταιρεία
Μέτοχοι	Επένδυση ή όχι στην εταιρεία
Λογιστές – Οικονομική Διεύθυνση	Οι λογιστές θα πρέπει να γνωρίζουν την αξία της επιχείρησης, έτσι ώστε να είναι σε θέση να αναδιαμορφώνουν τις τακτικές και τις πολιτικές της εταιρίας για να αυξήσουν την αξία της (άλλωστε αυτός είναι και ένας από τους σκοπούς της λειτουργίας του ως τμήμα).
Εσωτερικοί Ελεγκτές	Προσδιορισμός των στόχων του κάθε τμήματος και μέτρων αξιολόγησης τους
Εξωτερικοί Ελεγκτές	Ταυτοποίηση των αποτελεσμάτων και των προϋπολογισθέντων στόχων. Προστασία του επενδυτικού κοινού, κ.α.
Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς	Εισαγωγή ή όχι στο χρηματιστήριο, προσδιορισμός της δίκαιης τιμής και απόφαση για την επιβολή προστίμων για την χειραγώγηση της αγοράς (με την εκμετάλλευση της εσωτερικής πληροφόρησης), κ.α.
Σύμβουλοι και ανάδοχοι έκδοσης	Προσδιορισμός της αξίας διάθεσης και προστασία του επενδυτικού κοινού, κλπ.
Εφορία	Προσδιορισμός της φορολογητέας ύλης και της αξίας εκκαθάρισης.
Ευρύτερη κοινωνία	Προσδιορισμός της κοινωνικής ευθύνης της επιχείρησης, αύξηση του πλούτου.



ΒΑΣΙΚΑ ΕΡΩΤΗΜΑΤΑ

- **Μπορώ να χρησιμοποιήσω τις δημοσιευμένες λογιστικές καταστάσεις;**
 - ⊙ Το πρόβλημα της προσαρμογής των οικονομικών καταστάσεων και της εκτίμησης της αξίας είναι μία σκόπελος που σε πολύ μεγάλο ποσοστό θα επιλυθεί με την υιοθέτηση των διεθνών λογιστικών προτύπων.
- **Μπορώ να εμπιστευθώ την διοίκηση και ιδιοκτησία της επιχείρησης ότι οι πληροφορίες που δίνονται είναι ακριβείς;**
 - ⊙ Η υιοθέτηση – επιβολή με βάση ειδικό νόμο (Ν. 3016) των αρχών εταιρικής διακυβέρνησης, μπορεί να εξασφαλίσει ένα ελάχιστο επίπεδο εμπιστοσύνης μεταξύ των στελεχών και των ιδιοκτητών των επιχειρήσεων, των μεγαλομετόχων και μικρομετόχων. Η εξέλιξη αυτή θα βοηθήσει στην διαδικασία αποτίμησης πολλαπλά.
- **Τι είναι σημαντικότερο για τον προσδιορισμό της αξίας της εταιρίας;**
 - ⊙ Για τα στελέχη είναι η αξία της μετοχής, για τους προμηθευτές οι ταμειακές ροές, για τους δανειστές τα κέρδη και η αξία του ενεργητικού της, κοκ. Η κάθε ομάδα προσώπων και συμφερόντων έχει ανάλογα με τους στόχους της έναντι της επιχείρησης τα δικά της μέτρα και σταθμά για τον προσδιορισμό της αξίας.
- **Τι είναι τελικά η εταιρία;**
 - ⊙ Είναι το σύνολο του ενεργητικού της, ο συμψηφισμός του ενεργητικού και παθητικού, τα στελέχη της, η παραγωγική της διαδικασία, η αξία του χαρτοφυλακίου της ...; Οι περισσότεροι θα απαντήσουν ότι είναι όλα αυτά, λίγο έως πολύ. Μπορούν τα συνθετικά στοιχεία αυτά να αξιολογηθούν και να αποτιμηθούν; Το ερώτημα αυτό ταλανίζει όλους τους εμπλεκόμενους στην διαδικασία αποτίμησης και η απάντηση δεν είναι, επίσης, εύκολη.

ΒΑΣΙΚΑ ΕΡΩΤΗΜΑΤΑ (2)

■ Υπάρχει μία αποδεκτή από όλους μεθοδολογία;

- ⊙ Όχι. Η κάθε ομάδα προσώπων και συμφερόντων τείνει να υιοθετήσει μία ως καλύτερη για τα ερωτήματα που η ίδια θέτει. Πρέπει να επισημανθεί ότι η κάθε μέθοδος εμπεριέχει ορισμένες υποθέσεις που θα πρέπει να γίνουν δεκτές για να μπορέσει να υλοποιηθεί η διαδικασία εκτέλεσής της. Κάθε μία από αυτές τις υποθέσεις θα πρέπει να τύχει ελέγχου και πιθανώς θα οδηγήσει σε άλλες υποθέσεις. Για αυτό και συνήθως η διαδικασία αποτίμησης των επιχειρήσεων περιλαμβάνει δύο μεθόδους τουλάχιστον, έτσι ώστε ο τελικός χρήστης της μελέτης αποτίμησης να επιλέξει την μέθοδο που θεωρεί ότι προσαρμόζεται καλύτερα στις ανάγκες του και να μειωθεί ή απαλειφθεί η όποια μεροληψία του μελετητή.

■ Η διαδικασία αποτίμησης πόσο συχνά εκτελείται;

- ⊙ Μέχρι σήμερα πολύ σπάνια (μόνο στις περιπτώσεις εξαγορών – συγχωνεύσεων, εισαγωγής στο χρηματιστήριο, επενδυτικών σχεδίων, κλπ.). Με την εισαγωγή, όμως των Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικών Αναφορών (ΔΠΧΑ, τα παλαιά Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα) η διαδικασία εκτελείται σχεδόν καθημερινά. Κάθε χρεόγραφο - αξιόγραφο, επένδυση σε πάγιο στοιχείο, κλπ. θα πρέπει να αποτιμηθεί στην παρούσα αγοράία αξία του.

■ Γιατί δεν χρησιμοποιείται ο νόμος της αξίας για την αποτίμηση των επιχειρήσεων;

- ⊙ Ο νόμος της αξίας (προσφορά – ζήτηση) είναι ένα καλό μέτρο αποτίμησης. Παρόλα αυτά δεν υπάρχει για όλα τα στοιχεία της εταιρίας ενεργός ζήτηση – αγορά και επιπλέον είναι δυνατόν να υπάρχουν στρεβλώσεις της αγοράς. Τα αποτελέσματα της διαδικασίας αποτίμησης επιχειρήσεων (ως μέθοδος και μόνο) και ο νόμος της αξίας αποτελεί μία και μόνο συνισταμένη για την λήψη απόφασης. Τα «θέλω», «πρέπει» και «μη» της κάθε ομάδας αποτελούν μία ακόμη συνισταμένη. Ενώ άλλες συνισταμένες είναι οι οικονομικοί κύκλοι, η οικονομική κατάσταση των εμπλεκομένων, οι συμπληρωματικότητες – υποκαταστάσεις και τα παράπλευρα αποτελέσματα που θα επιφέρει η απόφαση αυτή, η άγνοια και ο κακός υπολογισμός, οι στρεβλώσεις σε συγκεκριμένα τμήματα της αγοράς (αγορά ακινήτων, μετοχών, χρήματος, κλπ.) κλπ.



ΒΑΣΙΚΑ ΕΡΩΤΗΜΑΤΑ (3)

■ Το μέγεθος μετράει;

- ⊙ Το μέγεθος της εταιρείας είναι ένα κρίσιμο μέτρο για την λήψη της απόφασης και έχει υψηλή συσχέτιση με την αξία της εταιρίας. Το δευτερεύον ερώτημα είναι πως μετράται και αξιολογείται το μέγεθος της εταιρίας, ποιο είναι το καταλληλότερο κριτήριο (αριθμός απασχολουμένων, κυκλοφοριακά στοιχεία, πάγια στοιχεία, κέρδη, κλπ.). Ο συντελεστής συσχέτισης, όμως, σε καμία περίπτωση δεν είναι 1 και επομένως θα πρέπει κάθε περίπτωση να μελετηθεί χωριστά.

■ Οι εταιρίες που αναπτύσσονται γρήγορα έχουν μεγαλύτερη αξία;

- ⊙ Είναι δεδομένο ότι η ταχύτητα ανάπτυξης μίας εταιρίας αποτελεί σημαντικό δεδομένο κατά την διαδικασία αποτίμησης (με βάση τους ρυθμούς ιστορικής ανάπτυξης ορίζονται και οι συντελεστές μελλοντικής ανάπτυξης). Η ταχύτερη ανάπτυξη ορισμένων εταιριών μπορεί, όμως, να οφείλεται σε ευκαιριακές συγκυρίες, στην ανάληψη συμβολαίων, κοκ. Εάν η ανάπτυξη προήλθε από στρατηγικές τοποθετήσεις και τακτικούς ελιγμούς της εταιρίας για την εκμετάλλευση των ευκαιριών και την εξάλειψη των αδυναμιών και απειλών, τότε είναι πιο πιθανό οι ρυθμοί ανάπτυξης να συνεχισθούν, εάν και εφόσον η ομάδα διοίκησης, που πέτυχε αυτά τα αποτελέσματα, παραμείνει στην εταιρία ή αν παρουσιασθούν νέες ευκαιρίες ή οι απειλές. Η εκτίμηση – αποτίμηση του συντελεστή διαχείριση – διοίκηση (management) είναι επομένως κρίσιμος στην απάντηση του ερωτήματος αυτού.

■ Μπορούν να αποτιμηθούν ολόκληρες επιχειρήσεις ή μόνο τμήματά τους ή μετοχικά μερίδια;

- ⊙ Το πρόβλημα της συνολικής αποτίμησης των επιχειρήσεων είναι κρίσιμο για την επιλογή των μεθόδων, πρακτικών και πολιτικών. Ο μελετητής θα πρέπει να εξετάσει κατά αρχή την εντολή εκτέλεσης της μελέτης αποτίμησης, αλλά και τα δεδομένα του περιβάλλοντος της επιχείρησης και της κατάστασής της (πλήρως ή μερικώς λειτουργούσα, υπό εκκαθάριση, κερδοφόρα, κλπ.).
- ⊙ Ανάλογα με την μέθοδο που θα επιλεγεί μπορεί να γίνει τμηματική αποτίμηση της επιχείρησης ή όχι. Δεν είναι εύκολο τις περισσότερες φορές να διακριθούν οι μεμονωμένες δραστηριότητες και τα στοιχεία ενεργητικού (στην περίπτωση αυτή ο επιμερισμό τους στις δραστηριότητες και τα τμήματά της) και να αποτιμηθούν χωριστά.

■ Γιατί να κάνω αποτίμηση της επιχείρησης;

- Ⓞ Οι λόγοι είναι πολλοί, αλλά οι βασικότεροι είναι οι εξής:
 - ▣ Ακόμη και εάν υποθέσουμε ότι ισχύει η πεποίθηση ότι οι αγορές είναι αποτελεσματικές, δεν υπάρχει η έννοια της αποτελεσματικής αγοράς για τις ιδιωτικές μη εισηγμένες επιχειρήσεις. Συνεπώς είναι πολύ δύσκολο να προσδιορισθεί η αξία μιας επιχείρησης.
 - ▣ Στις περιπτώσεις που ένας επιχειρηματίας θέλει να πουλήσει την επιχείρησή του (εξαγορές – συγχωνεύσεις) θα πρέπει να προσδιορίσει την αξία εξόδου του από αυτή μέσω μίας έγκυρης διαδικασίας για να εξασφαλίσει ότι το τίμημα της πώλησης δεν είναι μικρότερο από το επιθυμητό. Επιπρόσθετα μόνο εάν γνωρίζει επακριβώς την αξία της επιχείρησής του θα μπορέσει να χαράξει στρατηγική διαπραγμάτευσης.
 - ▣ Για να γίνει ευκολότερος ο επιχειρησιακός σχεδιασμός.
 - ▣ Για να προσδιορισθούν οι αμοιβές των μελών των Δ.Σ., των ανώτατων στελεχών, κλπ. που είναι συνδεδεμένες με την αύξηση της αξίας της επιχείρησης.
 - ▣ Για την προσέλκυση κεφαλαίου.



ΒΑΣΙΚΑ ΕΡΩΤΗΜΑΤΑ (5)

- Τι είναι σημαντικότερο η τρέχουσα αγοραία αξία της επιχείρησης ή οι προσδοκίες παραγωγής αξίας από αυτήν;
 - ⊙ Για τους περισσότερους (εκτός από τις περιπτώσεις των εκκαθαρίσεων) οι προσδοκίες αξίας έχουν μεγαλύτερο βάρος. Για αυτό και οι αγοραστές είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν μεγαλύτερο τίμημα (premium) από την τρέχουσα αγοραία αξία των υλικών και άυλων στοιχείων ενεργητικού της επιχείρησης.
- **13. Πως επιτελείται μία έκθεση αποτίμησης;**
 - ⊙ Η διαδικασία εκπόνησης μίας έκθεση αποτίμησης περιλαμβάνει 4 βασικά στάδια:
 - Διαδικασία εμπλοκής στην αποτίμηση
 - Έρευνα και συλλογή στοιχείων και δεδομένων
 - Ανάλυση και εκτίμηση της αξίας
 - Αναφορά αποτελεσμάτων – συμπερασμάτων



ΘΕΜΑΤΑ ΠΟΥ ΠΡΕΠΕΙ ΝΑ ΟΡΙΣΘΟΥΝ ΣΤΗΝ ΑΡΧΗ

- Ορισμένα θέματα θα πρέπει να προσδιορισθούν από την αρχή της διαδικασίας (διαδικασία εμπλοκής):
 - ⊙ Ορισμός του τι πρόκειται να εκτιμηθεί – αποτιμηθεί (το μετοχικό κεφάλαιο, η αξία της επιχείρησης, η αξία των παγίων, κοκ.).
 - ⊙ Ο καθορισμός της ημερομηνίας αποτίμησης (η αποτίμηση αφορά αποκλειστικά και μόνο μία συγκεκριμένη χρονική στιγμή, είναι δηλαδή μία στατική απεικόνιση της αξίας).
 - ⊙ Ο σκοπός της αποτίμησης (εξαγορά, στρατηγικός σχεδιασμός, κλπ.).
 - ⊙ Προσδιορισμός των μεθόδων που θα χρησιμοποιηθούν και των υποθέσεων που θα πρέπει να ελεγχθούν.
 - ⊙ Προσδιορισμός των βασικών λογιστικών αρχών που θα ληφθούν υπόψη και επηρεάζουν άμεσα την οπτική γωνία της αποτίμησης (π.χ. η αρχή της συνέχειας της επιχείρησης).
 - ⊙ Καθορισμός της μορφής και του περιεχομένου της αναφοράς



ΒΑΣΙΚΑ ΕΡΩΤΗΜΑΤΑ (6)

■ Ποιος είναι ο ρόλος του μελετητή;

- ⊙ Αντίθετα με τους νομικούς συμβούλους και δικηγόρους που έχουν την ηθική υποχρέωση να υπερασπιστούν τα συμφέροντα των πελατών τους, ο μελετητής πρέπει να είναι ανεξάρτητος και αμερόληπτος. Η μόνη υποχρέωση του μελετητή είναι να τεκμηριώσει σωστά και αναλυτικά τα αποτελέσματα της έκθεσης αποτίμησης που έχει εκπονήσει, έτσι ώστε να αρθεί οποιαδήποτε υπόνοια μεροληψίας.

■ Παίζουν σημαντικό ρόλο οι προσδοκίες;

- ⊙ Οι προσδοκίες, στις μεθόδους που περιλαμβάνουν προβλέψεις λογαριασμών, παίζουν σημαντικό ρόλο στην διαδικασία της αποτίμησης της αξίας της επιχείρησης ή του μετοχικού κεφαλαίου. Για αυτό και γίνεται εκτενής χρήση στατιστικών μεθόδων που τεκμηριώνουν καλύτερα τις προβλέψεις, έτσι ώστε να αποφευχθούν μεροληψία και λάθη



ΜΥΘΟΙ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ

- **Μύθος 1ος:** Η αποτίμηση είναι μία επιστήμη που «παράγει» ακριβή αποτελέσματα και δίνει συγκεκριμένες και ακριβής απαντήσεις.
 - ⊙ Οι αποτιμήσεις είναι πάντα μεροληπτικές. Το μόνο ερώτημα είναι πόσο μεροληπτικές είναι. Οι υποθέσεις, παραδοχές και δεδομένα που θα χρησιμοποιηθούν επιλέγονται από τον μελετητή – αποτιμητή. Συνεπώς, έχει μεγαλύτερη σημασία ποιος επιλέγει και αμείβει τον μελετητή – αποτιμητή και το πώς εξασφαλίζεται η ανεξαρτησία της κρίσης του.
 - ⊙ Η χρήση ποσοτικών μεθόδων δεν σημαίνει ότι εκμηδενίζεται η μεροληψία ή η πιθανότητα σφάλματος. Επιπλέον, η πρακτική δείχνει ότι χρησιμοποιούνται τουλάχιστον δύο μέθοδοι για να υπολογισθεί η αξία της επιχείρησης, έτσι ώστε να υπολογισθεί ένα εύρος τιμών και όχι μία απόλυτη τιμή.
 - ⊙ Οι πολύπλοκες αποτιμήσεις δεν «παράγουν», απαραίτητα, καλύτερα και περισσότερο ακριβή αποτελέσματα. Στην πράξη έχει αποδειχθεί ότι τα περισσότερο απλά μοντέλα είναι και αυτά που θεωρείται ότι προσεγγίζουν καλύτερα την πραγματικότητα. Άλλωστε η πολυπλοκότητα του μοντέλου μειώνει αντίστοιχα και την δυνατότητα κατανόησης της μεθόδου και αυξάνει την απαίτηση για δεδομένα (απαραίτητα για την αποτίμηση). Τέλος, πάντα υπάρχει το περιθώριο λάθους και το στοιχείο της αβεβαιότητας, κυρίως για τις μεθόδους που στηρίζονται σε προβλέψεις μελλοντικών χρηματοοικονομικών στοιχείων.



ΜΥΘΟΙ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ (2)

- **Μύθος 2ος:** Η αποτίμηση είναι πολύπλοκη και υπάρχουν εκατοντάδες μοντέλα και μέθοδοι διαθέσιμα.
 - ⊙ Το κάθε μοντέλο και μέθοδος απευθύνεται σε συγκεκριμένες κατηγορίες – κλάδους επιχειρήσεων και λειτουργεί κάτω μόνο εάν ληφθούν υπόψη οι παραδοχές και υποθέσεις που το κάνουν να δίνει ακριβή και σωστά αποτελέσματα.
- **Μύθος 3ος:** Δεν μπορούν να αποτιμηθούν επιχειρήσεις που λειτουργούν λίγα μόνο χρόνια και παρουσιάζουν ζημίες.
 - ⊙ Στις νέες επιχειρήσεις υπάρχουν σημαντικά προβλήματα:
 - Ζημιών (π.χ. λόγω αυξημένων αποσβέσεων ή λόγω αυξημένων ταμιακών εκροών για διαφήμιση, επενδύσεις, επιθετική πολιτική πωλήσεων και πιστώσεων, κοκ.).
 - Ακόμη είναι δύσκολο να βρεθούν στοιχεία για επιχειρήσεις που είναι στο ίδιο σημείο του επιχειρηματικού κύκλου.
 - Δεν υπάρχουν ιστορικά χρηματοοικονομικά στοιχεία και καταστάσεις για ανάλυση και δημιουργία ασφαλών σχετικά προβλέψεων.



ΜΥΘΟΙ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ (3)

- **Μύθος 4ος: Μύθοι για το κόστος κεφαλαίου (Κόστος Κεφαλαίου = Επένδυση χωρίς κίνδυνο + Beta * Ασφάλιστρο Κινδύνου). Τα κρατικά αξιόγραφα δεν εμπεριέχουν κινδύνους. Τα Beta υπολογίζονται με παλινδρόμηση και το ασφάλιστρο κινδύνου μπορεί να υπολογισθεί με σχετική ακρίβεια.**
 - ⊙ Πολλές φορές τα κρατικά αξιόγραφα δεν είναι ασφαλή και θα πρέπει να γίνει εκτίμηση – αξιολόγηση του κινδύνου που εμπεριέχουν. Ιστορικά πολλά από τα κρατικά αξιόγραφα από αναπτυσσόμενες χώρες έχασαν την αξία τους (πληθωρισμός, επιτόκια, αδυναμία των κρατών να εξυπηρετήσουν τα χρέη τους, κ.α.)
 - ⊙ Ο υπολογισμός των Beta έχει σημαντικά προβλήματα, όπως είναι:
 - ⊙ Το μεγάλο τυπικό σφάλμα εκτίμησης,
 - ⊙ Η αποτύπωση της ιστορικής εκτίμησης του beta δεν μπορεί να αποδώσει τη νέα δυναμική της επιχείρησης.
 - ⊙ Τα ιστορικά ασφάλιστρα κινδύνου δεν σημαίνει ότι θα είναι τα ίδια και στο μέλλον. Υπάρχουν και ορισμένα πρακτικά προβλήματα, όπως είναι το βάθος της ιστορικής ανάλυσης, ποιο κρατικό αξιόγραφο θα επιλεχθεί για τον υπολογισμό του ασφάλιστρου κινδύνου (Ασφάλιστρο Κινδύνου = Απόδοση επένδυσης με κίνδυνο (π.χ. μέσος όρος απόδοσης της κεφαλαιαγοράς)– Απόδοση επένδυσης χωρίς κίνδυνο)



ΜΥΘΟΙ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ (4)

- **Μύθος 5ος: Το επιτόκιο δανεισμού είναι και το κόστος δανεισμού.**
 - ⊙ Τα δύο αυτά στοιχεία δεν ταυτίζονται ιστορικά. Συνήθως το κόστος δανεισμού υπολογίζεται από τον αριθμοδείκτη: Δείκτης Κάλυψης Τόκων = Καθαρά Κέρδη προ Φόρων / Έξοδα Τόκων).
- **Μύθος 6ος: Η χρήση των λογιστικών δεικτών και μεγεθών για τον υπολογισμό της αξίας του μετοχικού κεφαλαίου ή του κόστους των δανείων θεωρείται συντηρητική.**
 - ⊙ Πολλές φορές ο υπολογισμός των μετοχών ή των δανείων με βάση τις αγοραίες αξίες μπορεί να δημιουργήσει σύγχυση (βλ. περίοδος 1999-2000 όταν η αξία των μετοχών αυξήθηκε κατά 300%-500%) και διαστρέβλωση της πραγματικής αξίας. Εάν ισχύει η υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς, τότε η αγοραία αξία είναι και η σωστή και δίκαιη αξία.
- **Μύθος 7ος: Οι λογιστές ξέρουν να υπολογίζουν τα κέρδη.**
 - ⊙ Ο υπολογισμός των κερδών στην Ελλάδα γίνεται κάτω από το πρίσμα των φορολογικών υποχρεώσεων των επιχειρήσεων και των αναγκών των κυβερνήσεων για έσοδα. Πολλές λογιστικές και φορολογικές πρακτικές διαστρεβλώνουν την αξία των οικονομικών γεγονότων (π.χ. χρηματοδοτικές και λειτουργικές μισθώσεις). Για αυτό κρίνεται ότι θα πρέπει να γίνεται εξομάλυνση και ενημέρωση των χρηματοοικονομικών στοιχείων για τον υπολογισμό εξομαλυμένων κερδών.



ΜΥΘΟΙ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ (5)

- **Μύθος 8ος:** Οι καταστάσεις ταμιακών ροών εμφανίζουν όλες τις πληροφορίες για τον υπολογισμό των κεφαλαιουχικών δαπανών.
 - ⊙ Δεν συμπεριλαμβάνονται πολλοί λογαριασμοί, όπως είναι τα κόστη έρευνας και ανάπτυξης, καθώς και οι εξαγορές άλλων εταιριών.
- **Μύθος 9ος:** Το κεφάλαιο κίνησης (ΚΚ) είναι ίσον με κυκλοφορούν ενεργητικό (ΚΕ) μείον τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις (ΒΥ).
 - ⊙ Στον υπολογισμό του κεφαλαίου κίνησης, με βάση τον παραπάνω τύπο ($ΚΚ = ΚΕ - ΒΥ$), υπάρχουν και στοιχεία (π.χ. αποθέματα, πελάτες, πιστωτές) που δεν είναι μετρητά και συνεπώς η μετατροπή τους σε μετρητά ενέχει κίνδυνο (φερεγγυότητας, αγοράς, κλπ.) και συνεπώς η αγοραία αξία τους μπορεί να μην είναι ίδια με την λογιστική. Το φαινόμενο αυτό έχει άμεση επίπτωση στις ταμιακές ροές.
- **Μύθος 10ος:** Οι προσδοκώμενοι ρυθμοί ανάπτυξης στην αποτίμηση θεωρούνται εξωγενείς μεταβλητές.
 - ⊙ Οι ρυθμοί ανάπτυξης υπολογίζονται τις περισσότερες φορές από τους αναλυτές με διάφορες μεθόδους. Αυτό που δεν λαμβάνουν υπόψη τους είναι η ενδογενής ικανότητα – δυνατότητα της επιχείρησης να επιτύχει τους ρυθμούς αυτούς. Ο ενδογενής αυτός ρυθμός μπορεί να υπολογισθεί με βάση τον παρακάτω τύπο που έχει ως βάση τον:
Καθ. Κεφαλ. Δαπάνες + Μεταβολή του Κεφ. Κίνησης
$$gEBIT = \frac{\text{Καθ. Κεφαλ. Δαπάνες + Μεταβολή του Κεφ. Κίνησης}}{\text{Καθ. Κέρδη προ Φόρων της πρ. χρήσης (EBIT(1-t))}} * \text{Απόδοση Κεφαλαίων (ROC)}$$

= Ρυθμός Επανεπένδυσης * Απόδοση Κεφαλαίων

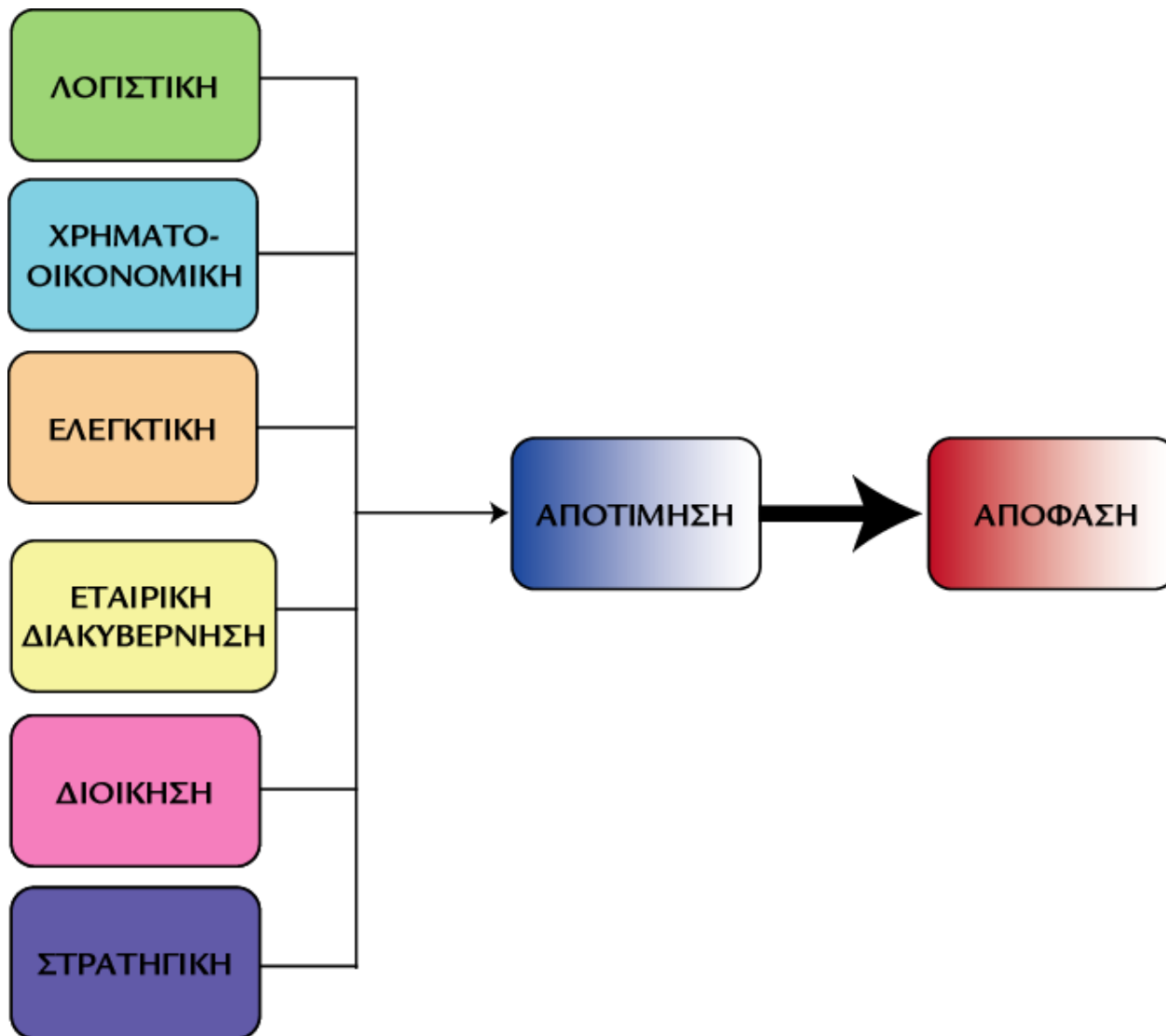


ΜΥΘΟΙ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ (6)

- **Μύθος 11ος: Το τελικό στάδιο της αποτίμησης είναι η προεξόφληση των ταμιακών ροών.**
 - ⊙ Δεν περιλαμβάνονται πολλές φορές στην μελέτη αποτίμησης η αξία των συμμετοχών και η δυναμική που προκύπτει από την μίξη των επιχειρήσεων. Σήμερα πολλές εταιρίες κατέχουν μερίδια από άλλες και αυτές με την σειρά τους σε τρίτες, κοκ. Επομένως, η αποτίμηση της πρώτης εταιρίας πρέπει να περιλαμβάνει και την αποτίμηση των εταιριών αυτών, πράγμα που αυξάνει σημαντικά την πολυπλοκότητα της διαδικασίας.
 - ⊙ Δεν περιλαμβάνονται οι ενσωματωμένες (embedded) υποχρεώσεις της επιχείρησης, δηλαδή συμβόλαια ή υποχρεώσεις που δεν έχουν ακόμη απεικονισθεί λογιστικά. Τέτοια συμβόλαια είναι τα stock options των διευθυντών, συμβόλαια επαναγοράς, κ.α.
- **Μύθος 12ος: Μία καλά τεκμηριωμένη αποτίμηση της αξίας μιας εταιρίας, ισχύει επ' άοριστο.**
 - ⊙ Σε μία δυναμική οικονομία τα οικονομικά δεδομένα αλλάζουν εξαιρετικά γρήγορα. Τα επιτόκια και ο πληθωρισμός διακυμαίνονται. Οι κλάδοι αναπτύσσονται ή παρακμάζουν. Τα νομικά και φορολογικά πλαίσια τροποποιούνται. Η τεχνολογία αλληλεπιδρά με την απόδοση της επιχείρησης και διαμορφώνει το περιβάλλον λειτουργίας. Η ίδια η εταιρία μεταλλάσσεται – εξελίσσεται – αναπτύσσεται.
- **Μύθος 13ος: Σημασία έχει το αποτέλεσμα και όχι η διαδικασία αποτίμησης.**
 - ⊙ Η διαδικασία εξασφαλίζει την αμεροληψία, την συνάφεια των δεδομένων και την συνέπεια του μελετητή. Η τεκμηρίωση των υποθέσεων – παραδοχών και δεδομένων είναι κρίσιμη για το τελικό αποτέλεσμα και εν τέλει το διαμορφώνουν. Η διαδικασία είναι αυτή που δίνει την αξία



ΠΗΓΕΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΩΝ – ΑΠΟΣΤΟΛΗ ΤΗΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ





ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

- Οι πιο συχνά χρησιμοποιούμενες μέθοδοι αποτίμησης είναι οι εξής:
 - ⊙ Η μέθοδος της καθαρής περιουσιακής θέσης
 - ⊙ Οι μέθοδοι των ταμιακών ροών.
 - ⊙ Η μέθοδος των κεφαλαιοποιημένων οργανικών κερδών
 - ⊙ Η μέθοδος της καθαρής περιουσιακής θέσης προσαυξημένης με την κεφαλαιοποιημένη υπερπρόσοδο των τελευταίων ή των επομένων 5 ετών.
 - ⊙ Η μέθοδος της χρηματιστηριακής τιμής
 - ⊙ Η μέθοδος της συγκριτικής ανάλυσης εισηγμένων εταιριών και χρήσης δεικτών κεφαλαιαγοράς
 - ⊙ Η μέθοδος των συγκριτικών συναλλαγών
 - ⊙ Η μέθοδος της προστιθέμενης αξίας
 - ⊙ Η μέθοδος των option pricing model



ΚΑΤΑΛΛΗΛΟΤΗΤΑ ΜΕΘΟΔΩΝ

A/A	Μέθοδος	Περίπτωση			
1	Καθαρής περιουσιακής θέσης	<ul style="list-style-type: none"> • Διακοπή εργασιών – λειτουργίας • Πραγματοποίηση μικρών κερδών ή ζημιών 	7	Χρηματιστηριακής τιμής ή TRS	<ul style="list-style-type: none"> • Όταν η εταιρία είναι εισηγμένη και δεν παρουσιάζονται εξαιρετικά μεγάλες διακυμάνσεις στην τιμή της και επομένως μπορεί να θεωρηθεί ότι η αγορά έχει προεξοφλήσει όλα τα γεγονότα, δεδομένα, καταστάσεις και συνθήκες που πρόκειται ή επηρεάζουν την οικονομική κατάσταση της επιχείρησης
2	Ταμιακών ροών	<ul style="list-style-type: none"> • Αυξημένα ή αυξανόμενα κέρδη 			
3	Κεφαλαιοποιημένων οργανικών κερδών	<ul style="list-style-type: none"> • Σταθερά διαχρονικά κέρδη 			
4	Υπερπρόσοδο των τελευταίων ή των επομένων 5 ετών	<ul style="list-style-type: none"> • Κερδοφορία την τελευταία πενταετία • Επιχειρήσεις με μεγάλη καθαρή περιουσιακή θέση (π.χ. βιομηχανίες) 			
5	Προστιθέμενης Αξίας	<ul style="list-style-type: none"> • Κερδοφορία την τελευταία πενταετία 			
6	Συγκριτικής ανάλυσης εισηγμένων εταιριών και χρήσης δεικτών κεφαλαιαγοράς	<ul style="list-style-type: none"> • Υπάρχουν ομοειδής επιχειρήσεις και επάρκεια στοιχείων για την σύγκριση 			
			8	Συγκριτικών συναλλαγών	<ul style="list-style-type: none"> • Ομοειδής και άμεσα συγκρίσιμες επιχειρήσεις
			9	Προεξόφλησης μερισμάτων, P/E, TRS	<ul style="list-style-type: none"> • Όταν η επιχείρηση παράγει και διανέμει σταθερά ή αυξανόμενα μερίσματα στους μετόχους της (μερίσματα) • Όταν η επιχείρηση είναι εισηγμένη και παράγει σταθερές υπεραξίες στην κεφαλαιαγορά (P/E, TRS).
			10	Η μέθοδος της επιτροπής κεφαλαιαγοράς	<ul style="list-style-type: none"> • Μετοχές μη εισηγμένων εταιριών

ΒΑΡΥΤΗΤΑ ΚΑΘΕ ΜΕΘΟΔΟΥ

A/A	Μέθοδος	Βαρύτητα
1	Καθαρής περιουσιακής θέσης	Κύρια
2	Προεξοφλημένων ταμιακών ροών	Κύρια
3	Υπερπρόσοδοι των τελευταίων ή των επομένων 5 ετών	Κύρια
4	Προστιθέμενης Αξίας	Κύρια
5	Κεφαλαιοποιημένων οργανικών κερδών	Δευτερεύουσα
6	Συγκριτικής ανάλυσης εισηγμένων εταιριών και χρήσης δεικτών κεφαλαιαγοράς	Δευτερεύουσα
7	Χρηματιστηριακής τιμής, Προεξόφλησης μερισμάτων, P/E, TRS, επιτροπής κεφαλαιαγοράς	Δευτερεύουσα
8	Συγκριτικών συναλλαγών	Δευτερεύουσα



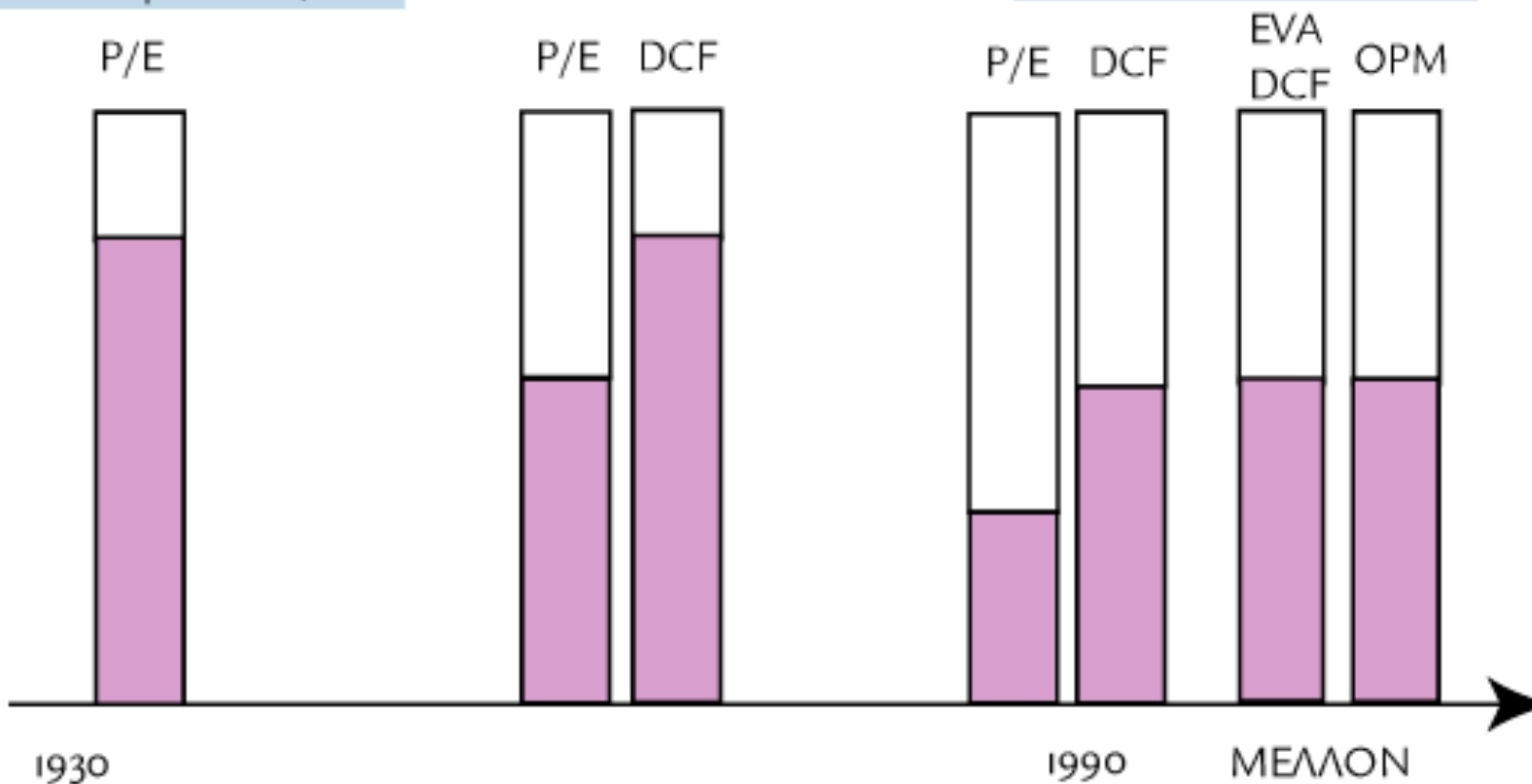
ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΕΞΕΛΙΞΗ

Λιγότερη Πληροφόρηση
και αποκάλυψη στοιχείων

Σταδιακή αλλαγή της αγοράς
Ύριμες επιχειρήσεις
Σταθερή Ανάπτυξη

Περισσότερη Πληροφόρηση
και αποκάλυψη στοιχείων

Γρήγορη αλλαγή της αγοράς/
Μεγάλες διακυμάνσεις
Αβεβαιότητα
Ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών



ΧΡΗΣΤΕΣ & ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

	Μέθοδος	Ορκωτοί Ελεγκτές – Λογιστές,	Μέτοχοι	Θεσμικοί και άλλοι επενδυτές	Αναλυτές	Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς	Σύμβουλοι και ανάδοχοι έκδοσης	Άλλοι stakeholders	Διευθυντές	Εσωτερικοί ελεγκτές
1	Καθαρής περ. θέσης									
2	Πρ. ταμιακών ροών									
3	Υπερπρόσοδοι των τελευταίων ή των επομένων 5 ετών									
4	Προστιθέμενης Αξίας									
5	Κεφαλαιοποιημένων οργανικών κερδών									
6	Συγκριτικής ανάλυσης εισηγμένων εταιριών και χρήσης δεικτών									
7	Χρηματιστηριακής τιμής, Προεξ. μερισμάτων, P/E, TRS, επ. κεφα/άς									
8	Συγκριτικών συναλλαγών									

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ ΜΕΛΕΤΗΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Α/Α	ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ	ΑΝΑΛΥΣΗ
1.	<p>Χαρακτηριστικά – Προοπτικές του κλάδου</p> <ul style="list-style-type: none"> • Παρουσίαση του ανταγωνισμού (ποσοτικά και ποιοτικά χαρακτηριστικά) • Παρατηρούμενοι ρυθμοί ανάπτυξης της τοπικής, εθνικής, ευρωπαϊκής και διεθνούς αγοράς • Προοπτικές του κλάδου σε τοπικό, εθνικό, ευρωπαϊκό και παγκόσμιο επίπεδο 	<p>Στην παράγραφο αυτή αναλύονται τα βασικά στοιχεία του άμεσου περιβάλλοντος της επιχείρησης που μπορούν να επηρεάσουν την πορεία της στον χρόνο και την οικονομική της θέση.</p>
2.	<p>Μακρο – οικονομικοί δείκτες περιγραφής της επιχείρησης</p> <ul style="list-style-type: none"> • ΑΕΠ • Πληθωρισμός • Επιτόκια • Πιστοληπτική ικανότητα • Κ.α. 	<p>Στην παράγραφο αυτή αναλύονται τα βασικά στοιχεία του έμμεσου περιβάλλοντος της επιχείρησης που μπορούν να επηρεάσουν την πορεία της στον χρόνο και την οικονομική της θέση.</p>

Α/Α	ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ	ΑΝΑΛΥΣΗ
3.	<p>Συνοπτική παρουσίαση της επιχείρησης</p> <ul style="list-style-type: none"> • Πληροφορίες από το Καταστατικό • Μετοχική Σύνθεση Ιδρυτές, Εξέλιξη μετοχικού κεφαλαίου, Μέτοχοι • Οργάνωση – Διοίκηση - Προσωπικό Διοίκηση, Βασική Υποδομή – Υποκαταστήματα, Προσωπικό • Λογιστική και διαχειριστική οργάνωση Λογιστική Οργάνωση, ποδομή λογιστικής οργάνωσης, Βιβλία και στοιχεία, Διαχειριστική οργάνωση • Σημαντικοί συνεργάτες και σχέσεις Συνεργάτες, Θυγατρικές και συγγενείς εταιρίες • Ανταγωνισμός Ανάλυση S.W.O.T. (Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats) • Λοιπά θέματα Δοσοληψίες με μετόχους, μέλη Δ.Σ. και διευθυντές, Δοσοληψίες με θυγατρικές και συγγενείς εταιρίες, Ασφάλιση, Οψιγενή γεγονότα (Post Balance Sheet Events), Τακτικός έλεγχος και παρατηρήσεις, Φορολογικοί Έλεγχοι, Οργανόγραμμα Εταιρείας, Θέση της εταιρείας στον κλάδο 	<p>Αυτή η παράγραφος παρουσιάζει την επιχείρηση εσωτερικά (οργάνωση, δομή, κύριοι κανόνες λειτουργίας) καθώς και όλες εκείνες τις ομάδες των προσώπων (φυσικών και νομικών) που έχουν δοσοληψίες με την επιχείρηση και λαμβάνουν μικρό ή μεγάλο ρίσκο από την σχέση αυτή, όσους δηλαδή έχουν επενδυτικό κίνδυνο).</p>



ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ ΜΕΛΕΤΗΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ (3)

A/A	ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ	ΑΝΑΛΥΣΗ
4.	Επιχειρηματικό – Επενδυτικό Σχέδιο της επιχείρησης	Δίνεται το επιχειρηματικό-επενδυτικό σχέδιο της επιχείρησης. Το σχέδιο αυτό επηρεάζει άμεσα την πορεία της επιχείρησης στο μέλλον. Μέσα από το σχέδιο αυτό θα διαφανεί η στρατηγική της επιχείρησης και τα μέσα που θα επιστρατεύσει για να πετύχει τους στόχους της. Επιπρόσθετα θα γίνει δυνατό να υπολογισθούν οι επιπτώσεις που θα έχει η επιτυχία ή αποτυχία του σχεδίου και συνεπώς μπορούν να υπολογισθούν οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις για τα επόμενα έτη και η συνολική χρηματοοικονομική πορεία της επιχείρησης.
5.	Χρηματοοικονομική ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων και ανάλυση αριθμοδεικτών <ul style="list-style-type: none">• Κάθετη και οριζόντια ανάλυση ισολογισμού• Κάθετη και οριζόντια ανάλυση αποτελεσμάτων χρήσεως• Κάθετη και οριζόντια ανάλυση της κατάστασης των ταμιακών ροών• Ανάλυση αριθμοδεικτών	Η τεχνική ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων θα μπορέσει να δείξει τυχόν αδυναμίες ή δυνάμεις της επιχείρησης και θα βοηθήσει στην επιλογή των μεθόδων, αλλά και στην κατάρτιση των προβλεπόμενων χρηματοοικονομικών καταστάσεων
6.	Παρουσίαση και αιτιολόγηση των μεθόδων αποτίμησης που θα χρησιμοποιηθούν	

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ ΜΕΛΕΤΗΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ (4)

Α/Α	ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ	ΑΝΑΛΥΣΗ
7.	<p>Μέθοδοι αποτίμησης</p> <ul style="list-style-type: none"> • Γενικά • Υποθέσεις και δεδομένα στα οποία βασίζεται η αποτίμησης • Εφαρμογή της μεθόδου • Σύγκριση • Συμπεράσματα 	<p>Εκτίμηση της αξίας της επιχείρησης με βάση τις μεθόδους που επιλέχθηκαν</p>
8.	<p>Εκτίμηση σεναρίων, ανάλυσης ευαισθησίας, κλπ.</p>	<p>Θα υπολογισθούν για το κάθε σενάριο ή περίπτωση της ανάλυσης ευαισθησίας η αξία της επιχείρησης και του μετοχικού κεφαλαίου. Τα αποτελέσματα αυτά θα σταθμιστούν έτσι ώστε να προκύψει ένα αριθμητικό αποτέλεσμα ανά μέθοδο αποτίμησης.</p>
9.	<p>Εύρος αξιών</p>	<p>Από την προηγούμενη παράγραφο θα υπολογισθούν διαφορετικές τιμές με βάση την κάθε μέθοδο που χρησιμοποιήθηκε. Οι αξίες αυτές θα πρέπει στην συνέχεια να σταθμιστούν με βάση την αξία της κάθε μεθόδου και στην συνέχεια να υπολογισθεί τυχόν premium, έτσι ώστε να προκύψει η τελική αξία της επιχείρησης (βλ. παράδειγμα τέτοιου πίνακα παρακάτω).</p>



ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ ΜΕΛΕΤΗΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ (5)

Α/Α	ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ	ΑΝΑΛΥΣΗ
10.	Συμπεράσματα - Συγκρίσεις	Το αποτέλεσμα και ορισμένες ποιοτικές-ποσοτικές πληροφορίες (χρηματοοικονομικό ρίσκο, σύνθεση του κεφαλαίου, κατάσταση της αγοράς, προβλέψεις για την οικονομία, η δομή της επιχείρησης, τα συμβόλαια – σύμφωνα που έχουν υπογραφεί και δεσμεύουν την επιχείρηση, κοκ.) θα πρέπει να συνεκτιμηθούν (με την χρήση ενός τελικού σταθμητή) έτσι ώστε να προκύψει το τελικό αποτέλεσμα ως αριθμός. Με αυτό τον τρόπο θα διευκολυνθεί η διαδικασία λήψης απόφασης.
11.	Προσαρτήματα	Στην τελευταία αυτή παράγραφο παρατίθενται όλα τα συνοδευτικά – υποστηρικτικά στοιχεία, έγγραφα που χρησιμοποιήθηκαν στις προηγούμενες παραγράφους.

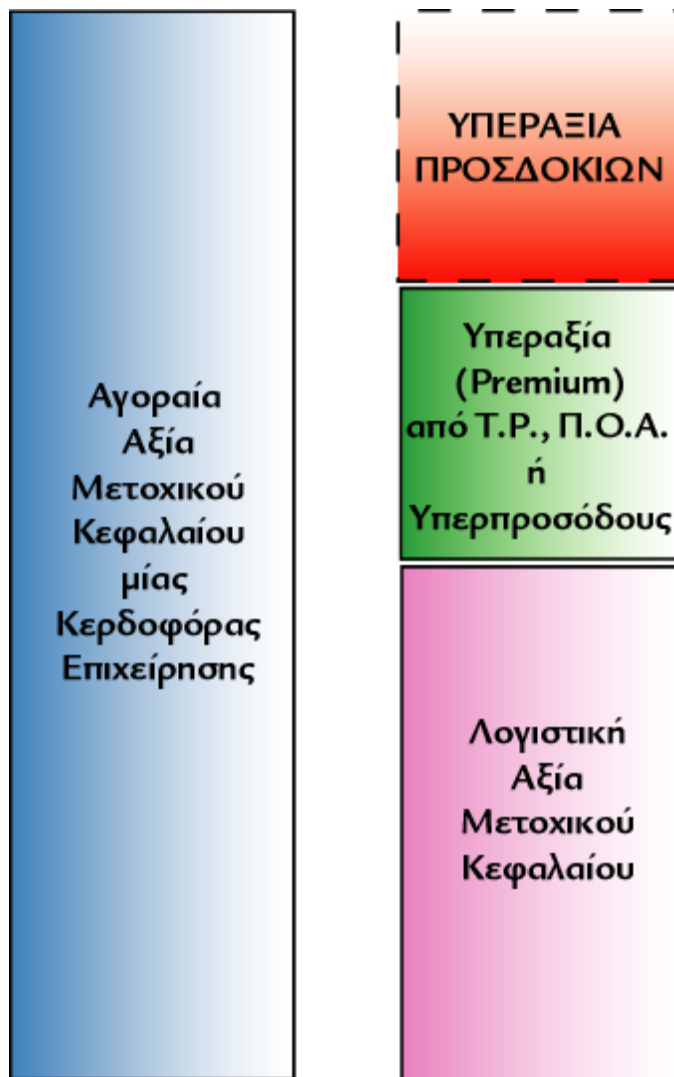


ΠΡΟΣΔΟΚΙΕΣ ΚΑΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ

ΘΕΜΙΣΤΟΚΛΗΣ ΛΑΖΑΡΙΔΗΣ
ΑΝΑΠΛΗΡΩΤΗΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΘΕΣΣΑΛΙΑΣ



ΑΓΟΡΑΙΑ ΑΞΙΑ vs ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ





ΤΡΟΠΟΙ ΕΠΗΡΕΑΣΜΟΥ ΤΗΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

- Οι προσδοκίες επηρεάζουν την αποτίμηση με τους εξής τρόπους:
 - ⊙ Επηρεάζουν τις αποφάσεις επένδυσης και τον χρονικό ορίζοντα επένδυσης.
 - ⊙ Επηρεάζουν άμεσα την τιμή της μετοχής (για τις επιχειρήσεις που είναι εισηγμένες στο ΧΑΑ ή σε άλλες κεφαλαιαγορές).
 - ⊙ Επηρεάζουν την στρατηγική των επιχειρήσεων και διαμορφώνουν το πλαίσιο της λειτουργίας και δραστηριότητας της επιχείρησης.
 - ⊙ Επηρεάζουν τον τρόπο και την μέθοδο διοίκησης της επιχείρησης, καθώς και την επιλογή των επαγγελματική στελεχών.
 - ⊙ Επηρεάζουν την επιλογή των ρυθμών μεγέθυνσης των χρηματοοικονομικών λογαριασμών - μεγεθών κατά την διαδικασία δημιουργίας προβλέψεων.
 - ⊙ Διαμορφώνουν τις λογιστικές εκτιμήσεις και πολιτικές (π.χ. την επιλογή επιτοκίου προεξόφλησης χρεογράφων και επιλογής προϊόντων και μεθόδων αξιοποίησης των διαθέσιμων, κ.α.) και επομένως διαμορφώνουν την αξία της επιχείρησης έμμεσα και άμεσα.
 - ⊙ Επηρεάζει την ίδια την εντολή αποτίμησης και την επιλογή των μεθόδων που θα χρησιμοποιηθούν.

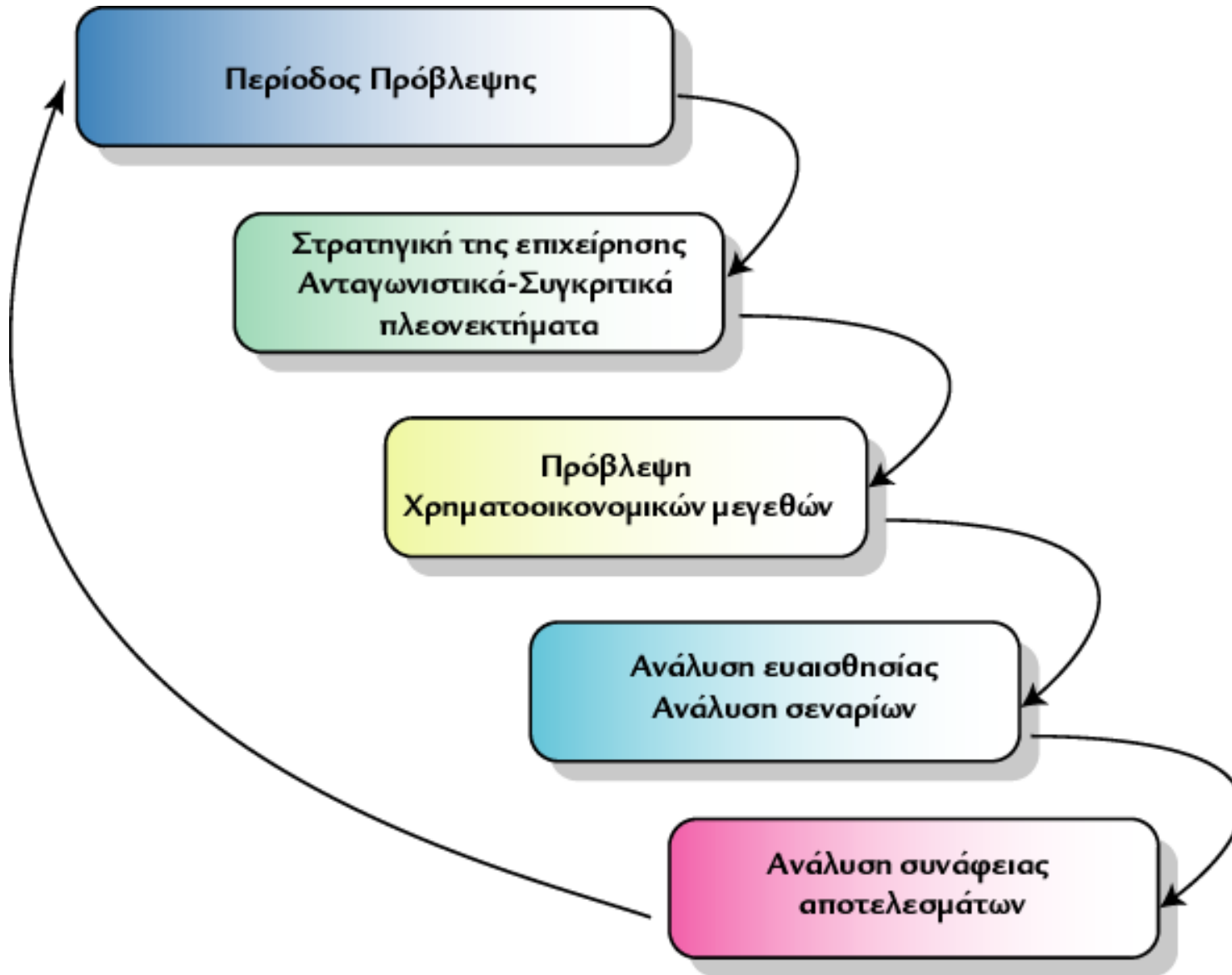


ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ & ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ

ΘΕΜΙΣΤΟΚΛΗΣ ΛΑΖΑΡΙΔΗΣ
ΑΝΑΠΛΗΡΩΤΗΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΘΕΣΣΑΛΙΑΣ

- Τα βασικά βήματα (συνεχώς επαναλαμβανόμενα) για την ανάπτυξη των χρηματοοικονομικών προβλέψεων είναι τα εξής:
 - ⊙ Προσδιορισμός του μεγέθους και του επιπέδου ανάλυσης της πρόβλεψης. Μπορεί να γίνει μία αναλυτικότερη (σε βάθος ανάλυση) πρόβλεψη για την άμεση, βραχυχρόνια (3-5 έτη), περίοδο και μια πιο απλουστευμένη ανάλυση για την εναπομείνασα περίοδο πρόβλεψης.
 - ⊙ Προσδιορισμός της απόδοσης της επιχείρησης με βάση την στρατηγική της, λαμβάνοντας υπόψη τα κλαδικά στοιχεία ανταγωνισμού και τοποθέτησης, αλλά και τα ανταγωνιστικά και συγκριτικά πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα. Η SWOT ανάλυση είναι η κλασσικότερη, ίσως, μέθοδος αναγνώρισης και τοποθέτησης της επιχείρησης στον στρατηγικό χάρτη και αναγνώρισης των δυνατοτήτων ανάπτυξης και απόδοσης.
 - ⊙ Μετάφραση των παραπάνω στρατηγικών συμπερασμάτων σε χρηματοοικονομικές προβλέψεις. Οι προβλέψεις θα πρέπει να αφορούν, τόσο τους παράγοντες που επηρεάζουν την λειτουργία – δραστηριότητα της επιχείρησης, όσο και τα τελικά αποτελέσματα της καταγραφής τους στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις και τα οικονομικά μεγέθη της επιχείρησης.
 - ⊙ Ανάλυση ευαισθησίας – σεναρίων (βλ. παράγραφο 6.6.1.4). Η ανάλυση των πιθανών σεναρίων ή περιπτώσεων είναι κρίσιμη για την αξιοπιστία της αποτίμησης. Η χρήση μόνο ενός συνόλου υποθέσεων μπορεί να χαρακτηριστεί μεροληπτική και επομένως η αποτίμηση της επιχείρησης να απαξιωθεί με την σειρά της.
 - ⊙ Έλεγχος των προβλέψεων για την συνάφειά τους με την στρατηγική της επιχείρησης.

ΑΛΓΟΡΙΘΜΟΣ ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑΣ ΠΡΟΒΛΕΨΩΝ



ΑΡΙΘΜΗΤΙΚΟΣ ΜΕΣΟΣ

- Η πρόβλεψη με την βοήθεια του αριθμητικού μέσου είναι εύκολη διαδικασία. Το μόνο ζήτημα που τίθεται είναι αυτό της επιλογής του κατάλληλου χρόνου εκτίμησης για τον υπολογισμό του αριθμητικού μέσου. Ο αριθμητικός μέσος δίνει το ίδιο βάρος σε όλες τις τιμές εντός της χρονικής περιόδου πρόβλεψης και για αυτό μπορεί να δώσει λανθασμένα αποτελέσματα (μία τιμή πολύ μεγάλη ή μία περίοδος υψηλών/ χαμηλών τιμών, λόγω έκτακτων γεγονότων δίνει λανθασμένη εκτίμηση του ρυθμού μεγέθυνσης). Είναι, όμως, γεγονός ότι στα οικονομικά οι εγγύτερες τιμές (από το χρονικό σημείο εκτίμησης) είναι και αυτές που έχουν μεγαλύτερη επίδραση στην διαμόρφωση των οικονομικών μεγεθών. Παράλληλα, ο αριθμητικός μέσος ως μέτρο θέσης δεν λαμβάνει υπόψη του την διακύμανση (κυκλικότητες, εποχικότητες) των οικονομικών μεγεθών.



ΓΕΩΜΕΤΡΙΚΟΣ ΜΕΣΟΣ

- Ο γεωμετρικός μέσος δίνει εκτιμήσεις θέσης μεγαλύτερης ακρίβειας από τον αριθμητικό μέσο. Ο γεωμετρικός μέσος λαμβάνει υπόψη του την σύνθετη (compound) επίδραση των τιμών και υπολογίζει τη μέση σχετική μεταβολή. Για αυτό θεωρείται ότι είναι καλό μέτρο για την εκτίμηση οικονομικών μεγεθών όπως είναι οι μισθοί, τα ενοίκια, ο πληθωρισμός – τιμάρριθμος, επιτόκια, κλπ. Το μειονέκτημά του είναι ότι δίνει έμφαση στην πρώτη και τελευταία τιμή.

$$G = \sqrt[n]{x_1 * x_2 * \dots * x_n}$$

- Ο γεωμετρικός μέσος είναι πάντα μικρότερος ή ίσος του αριθμητικού μέσου. Όσο μεγαλύτερη η μεταβλητότητα (διακύμανση) σε ένα σύνολο τιμών, τόσο μεγαλύτερη είναι η αναλογία αριθμητικού μέσου προς γεωμετρικό, δηλαδή τόσο μικρότερος είναι ο γεωμετρικός μέσος προς τον αριθμητικό. Η αναλογία αυτή χρησιμοποιείται για τους στατιστικούς ελέγχους της ισότητας των διακυμάνσεων (π.χ. έλεγχος ετεροσκεδαστικότητας).



ΣΤΑΘΜΙΣΜΕΝΟΣ ΜΕΣΟΣ – ΓΡΑΜΜΙΚΑ ΜΟΝΤΕΛΑ

- Η χρήση των σταθμισμένων μέσων όρων σε πολλές περιπτώσεις (π.χ. στον υπολογισμό του μέσου ρυθμού μεταβολής των πωλήσεων) δίνει καλύτερα (ακριβέστερα) αποτελέσματα γιατί λαμβάνει υπόψη του δύο διαστάσεις του οικονομικού μεγέθους.
- Τα μειονεκτήματα των μέσων όρων ως μέσα προβλέψεων οδηγούν στην υιοθέτηση ενός πιο σύνθετου μέσου, των γραμμικών και μη γραμμικών μοντέλων παλινδρόμησης. Τα γραμμικά μοντέλα έχουν την παρακάτω μορφή :

$$Y = a + b * x$$

ΖΗΜΙΟΓΟΝΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ

- Μία επιχείρηση που αντιμετωπίζει προβλήματα παρουσιάζει ζημίες και ταμιακές εκροές και οι προσδοκίες για το άμεσο, τουλάχιστον, μέλλον θα συνεχίσει να έχει αρνητικά αποτελέσματα. Η πρόβλεψη των ταμιακών ροών, προστιθέμενων αξιών, υπερπροσόδων, κοκ. είναι δυσχερής. Η πιθανότητα χρεοκοπίας είναι υψηλή και θα πρέπει να εκτιμηθεί. Στις επιχειρήσεις αυτές η αρχή της συνέχειας της λειτουργίας τους είναι υπό αμφισβήτηση και συνεπώς η μόνη μέθοδος κατάλληλη είναι αυτή της καθαρής περιουσιακής θέσης.
- Ακόμα, όμως, και οι επιχειρήσεις που αναμένεται να επανέλθουν στην κερδοφορία και να επιτύχουν θετικές ταμιακές ροές, υπερπροσόδους, προστιθεμένη αξία η περίοδος εκτίμησης – πρόβλεψης θα πρέπει να επιμηκυνθεί έτσι ώστε να περιλαμβάνει και τα θετικά αποτελέσματα. Διαφορετικά οι μέθοδοι αποτίμησης που περιλαμβάνουν προβλέψεις χρηματοοικονομικών στοιχείων θα έχουν αφερέγγυα αποτελέσματα.



ΚΥΚΛΙΚΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ

- Ορισμένες επιχειρήσεις έχουν την τάση τα αποτελέσματά τους να ακολουθούν τον οικονομικό κύκλο, είτε γιατί τα προϊόντα τους είναι άμεσα συνδεδεμένα με την μακρο - οικονομική δραστηριότητα, είτε γιατί τα προϊόντα τους είναι άμεσα συνδεδεμένα με το διαθέσιμο εισόδημα, είτε γιατί η δραστηριότητα της και το κόστος παραγωγής είναι συσχετισμένη με τις διεθνείς αγορές. Οι προβλέψεις στην περίπτωση αυτή:
 - ⦿ Θα πρέπει να εντοπισθεί το σημείο του οικονομικού κύκλου
 - ⦿ Θα πρέπει να γίνει εξομάλυνση για τις διακυμάνσεις του οικονομικού κύκλου
 - ⦿ Θα πρέπει να μελετηθεί η συσχέτιση της επιχείρησης με τον οικονομικό κύκλο
 - ⦿ Θα πρέπει να γίνει ανάλυση ευαισθησίας.
- Η πρόβλεψη της διάρκειας της κάθε φάσης του οικονομικού κύκλου είναι μία εξαιρετικά δύσκολη διαδικασία. Οι αναλυτές της αγοράς και της οικονομίας αντιμετωπίζουν σημαντικά προβλήματα κατά την πρόβλεψη γιατί οι παράμετροι που θα πρέπει να συνεκτιμηθούν είναι πολύ και ευμετάβλητοι. Για αυτό και οι προσδοκίες του αναλυτή μπορούν να επηρεάσουν την τελική εκτίμηση.



ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΜΕ ΜΗ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ

- Όταν μία επιχείρηση έχει σημαντικό τμήμα του ενεργητικού της που δεν το αξιοποιεί για την παραγωγή κερδών, ταμιακών ροών, υπερπροσόδων, κλπ. αλλοιώνει την χρηματοοικονομική της εικόνα, γιατί δεν υπάρχει αντιστοίχιση μεταξύ των αποτελεσμάτων και των πόρων που χρησιμοποιήθηκαν για την παραγωγή τους. Επομένως, οι αριθμοδείκτες αποδοτικότητας δεν είναι σωστοί. Τέλος, η επιχείρηση αυτή «κρύβει» ένα τμήμα της δυναμικής και της αξίας της.
- Η τάση των οικονομικών διευθύνσεων των επιχειρήσεων (κυρίως γιατί οι οικονομικοί διευθυντές είναι υπεύθυνοι για την πλήρη αξιοποίηση των στοιχείων ενεργητικού και συνεπώς η ύπαρξη μη λειτουργικών στοιχείων είναι αρνητική για την δική τους αξιολόγηση) να μην εκδίδουν αναλυτικό προσάρτημα και να μην κατηγοριοποιούν τα στοιχεία σε λειτουργικά και μη λειτουργικά δημιουργεί προβλήματα εντοπισμού και χαρακτηρισμού για τον μελετητή.
- Κατά την πρόβλεψη των ταμιακών ροών, προστιθέμενων αξιών, υπερπροσόδων, κ.ο.κ. πρέπει να γίνεται αφού έχουν εξαιρεθεί τα μη λειτουργικά στοιχεία ενεργητικού (προστίθενται αργότερα κατά τον υπολογισμό της τελικής αξίας του μετοχικού κεφαλαίου).



ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΜΕ ΣΗΜΑΝΤΙΚΑ ΑΪΛΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ (ΠΝΕΥΜ. ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ, ΠΑΤΕΝΤΕΣ, ΚΛΠ.) ΚΑΙ ΟΡΤΙΟΝΣ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ.

- Η κατηγορία των επιχειρήσεων αυτών έχει σχεδόν τα ίδια χαρακτηριστικά με την προηγούμενη κατηγορία. Κάνοντας χρήση των ΔΠΧΑ 38, 32 και 39 μπορεί να γίνει εκτίμηση και αποτίμηση των στοιχείων αυτών και στην συνέχεια η προσθήκη των στοιχείων αυτών στην αποτίμηση της επιχείρησης. Οι υποθέσεις και παραδοχές αποτίμησης των άυλων στοιχείων (ΔΠΧΑ 38) και των options (ΔΠΧΑ 32, 39) είναι τέτοιες, ώστε η αποτίμησή τους να είναι θεωρείται ότι μπορεί να είναι μεροληπτική και επομένως αναξιόπιστη.

ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΣΕ ΦΑΣΗ ΑΝΑΔΟΜΗΣΗΣ

- Η αναδόμηση των επιχειρήσεων γίνεται με την χρήση διαφόρων μεθόδων που επηρεάζουν, άμεσα ή έμμεσα, την κεφαλαιακή δομή, την οργάνωση και τις προοπτικές της επιχείρησης. Έτσι, μία επιχείρηση κατά την φάση της αναδόμησης της μπορεί:
 - ⊙ Να προχωρήσει σε πώληση/αγορά παγίων στοιχείων ή επιχειρησιακών μονάδων (business unit) ή μονάδων παραγωγής.
 - ⊙ Να αλλάξει η μετοχική της σύνθεση.
 - ⊙ Να αλλάξει η διοίκησή της και η οργανωτική δομής της.
- Αυτές οι αλλαγές είναι κρίσιμες για το μέλλον της επιχείρησης και συνεπώς θα πρέπει να ληφθούν υπόψη κατά την διαδικασία δημιουργία προβλέψεων. Η ανάλυση των ιστορικών στοιχείων δεν θα αποδώσει φερέγγυα, αξιόπιστα και αμερόληπτα αποτελέσματα, τουλάχιστον όσον αφορά τις προβλέψεις των χρηματοοικονομικών μεγεθών. Η πρόβλεψη των χρηματοοικονομικών μεγεθών είναι δύσκολη υπό το πρίσμα των αλλαγών αναδόμησης. Η ανάλυση θα πρέπει να περιλαμβάνει και σενάρια επιτυχίας / αποτυχίας των αλλαγών αυτών.



- Για μία επιχείρηση που είναι εμπλεκόμενη σε μία συγχώνευση θα πρέπει να εξετασθεί ποια είναι η συνέργεια και πως αυτή μπορεί να εκτιμηθεί για την επιχείρηση που θα προκύψει (βλ. σχετικά φύλλα εργασίας). Επιπρόσθετα, επειδή μία συγχώνευση (ιδιαίτερα για τις εχθρικές εξαγορές) επιφέρει και αλλαγές στην διοίκηση, τους στόχους και σκοπούς της επιχείρησης θα πρέπει να εξετασθεί η νέα κατάσταση για την εκτίμηση των προβλέψεων των χρηματοοικονομικών μεγεθών.



ΜΗ ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ

- Η εκτίμηση της αγοραίας αξίας του μετοχικού κεφαλαίου μίας μη εισηγμένης επιχείρησης είναι δύσκολη λόγω της απουσίας δευτερογενούς αγοράς για την διαπραγμάτευση των μετοχών και την εκτίμηση του κινδύνου που αυτές εμπεριέχουν. Η σύγκριση με αντίστοιχες εισηγμένες επιχειρήσεις του ίδιου κλάδου και με τα ίδια περίπου χρηματοοικονομικά χαρακτηριστικά είναι μία λύση, αν και τις περισσότερες φορές δύσκολα ελεγχόμενη και αξιόπιστη.
- Μία δεύτερη λύση είναι η ανάλυση και εκτίμηση του κινδύνου από τα χρηματοοικονομικά και λογιστικά στοιχεία που είναι διαθέσιμα. Αυτός είναι και ένας από τους κύριους λόγους που κάθε μελέτη αποτίμησης περιλαμβάνει και ανάλυση των θεμελιωδών (χρηματοοικονομικών) μεγεθών της επιχείρησης.



ΣΗΜΑΝΤΙΚΑ ΘΕΜΑΤΑ ΣΤΟΝ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟ ΤΩΝ ΠΡΟΒΛΕΨΕΩΝ

- Ο στρατηγικός σχεδιασμός της επιχείρησης.
- Η εφαρμογή του επενδυτικού πλάνου της επιχείρησης και οι τελευταίες αλλαγές στην κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης (αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου, δημιουργία ή ύπαρξη αποθεματικών, νέα δάνεια, κοκ.).
- Οι κλαδικοί δείκτες ανάπτυξης και κεφαλαιακής διάρθρωσης.
- Οι μακροοικονομικοί δείκτες και οι προβλέψεις μεταβολής τους.
- Οι έρευνες αγοράς και συμπεριφοράς καταναλωτή.
- Οι δυνατότητες αναδόμησης της επιχείρησης και η ταχύτητα μεταβολής της αγοράς που δραστηριοποιείται η επιχείρηση.
- Οι δυνατότητες δημιουργίας συμμαχιών και συνεργιών με άλλες επιχειρήσεις.



ΕΛΕΓΧΟΙ ΣΥΝΑΦΕΙΑΣ ΠΡΟΒΛΕΨΕΩΝ

- Είναι τα παραγόμενα αποτελέσματα συναφή με τα χρηματοοικονομικά μεγέθη της επιχείρησης και του κλάδους;
- Είναι οι ρυθμοί μεγέθυνσης συναφείς με τους αντίστοιχους κλαδικούς; Στην περίπτωση που οι ρυθμοί είναι σημαντικά μικρότεροι ή μεγαλύτεροι θα πρέπει να γίνει και η αντίστοιχη αιτιολόγηση.
- Είναι η απόδοση των κεφαλαίων συναφής με την κεφαλαιακή δομή της επιχείρησης; Υπάρχουν και ποια εμπόδια εισόδου και εξόδου από την συγκεκριμένη αγορά; Πόση διαπραγματευτική δύναμη έχουν οι πελάτες και οι προμηθευτές;
- Πως επηρεάζει η τεχνολογία την απόδοση της επιχείρησης; Επηρεάζει τον επιχειρηματικό κίνδυνο;
- Μπορεί η επιχείρηση να διαχειριστεί το επενδυτικό της σχέδιο; Έχει η επιχείρηση τα απαραίτητα κεφάλαια για την εκτέλεσή του;



ΤΕΧΝΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ

- Η «τεχνική» προσέγγιση βασίζεται σε τρεις βασικές προϋποθέσεις. Αν δεν υπήρχαν αυτές οι προϋποθέσεις δεν θα υπήρχε ούτε η Τεχνική Ανάλυση.
- Οι προϋποθέσεις αυτές είναι οι εξής:
 - ⊙ Η αγορά προεξοφλεί τα πάντα (αποτελεσματική αγορά)
 - ⊙ Οι τιμές κινούνται σε τάσεις
 - ⊙ Η ιστορία επαναλαμβάνεται

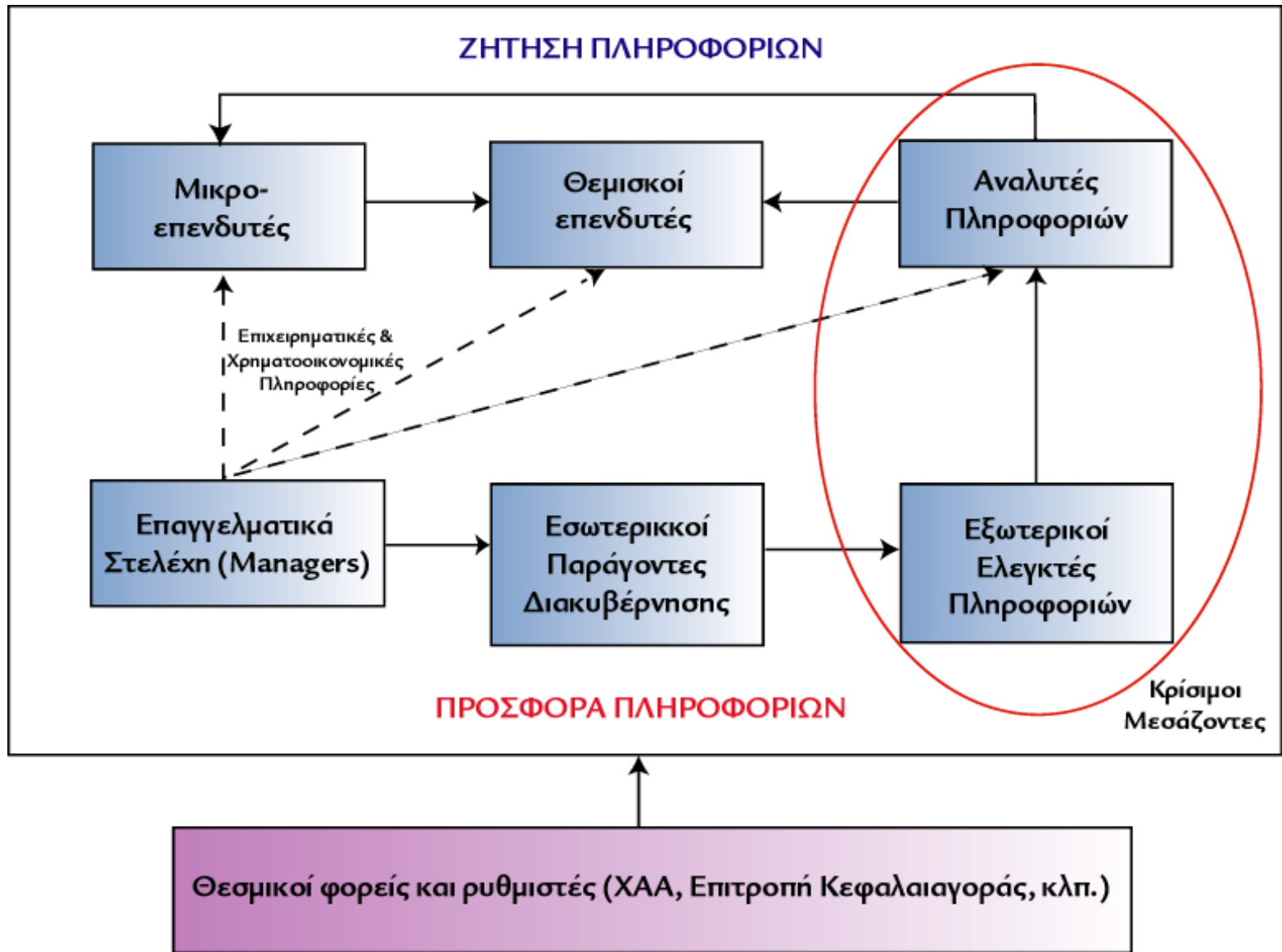


ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΚΑΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ

ΘΕΜΙΣΤΟΚΛΗΣ ΛΑΖΑΡΙΔΗΣ
ΑΝΑΠΛΗΡΩΤΗΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΘΕΣΣΑΛΙΑΣ

- Η διεθνής εμπειρία έχει δείξει ότι υπάρχει μία θετική συσχέτιση μεταξύ της καλής εταιρικής διακυβέρνησης και της αξίας της επιχείρησης. Οι τρόποι με τους οποίους η εταιρική διακυβέρνηση επηρεάζει την αξία της επιχείρησης και τις προσδοκίες είναι οι εξής:
 - ⊙ Εάν υπάρχει πρόβλημα αντιπροσώπευσης, τότε οι επενδυτές γίνονται απαισιόδοξοι σχετικά με τις ταμιακές ροές και τα κέρδη της επιχείρησης, διότι δεν μπορούν να διακριβώσουν την πολιτική μερισμάτων και την στρατηγική της επιχείρησης.
 - ⊙ Η καλή εταιρική διακυβέρνηση μειώνει το κόστος κεφαλαίου, μέσω της μείωσης των προσδοκιών της απόδοσης του μετοχικού κεφαλαίου και μειώνει ταυτόχρονα τα κόστη εποπτείας και ελέγχου
- Η αποτίμηση, επομένως, θα πρέπει να λαμβάνει υπόψη και παράγοντες που εκ πρώτης όψεως δεν αποτιμώνται σε χρηματικές μονάδες, αλλά επηρεάζουν άμεσα την αξία της επιχείρησης.

ΑΛΥΣΙΔΑ ΔΙΑΜΕΣΟΛΑΒΗΣΗΣ





ΕΙΔΙΚΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΑΝΑΛΥΣΕΙΣ

ΘΕΜΙΣΤΟΚΛΗΣ ΛΑΖΑΡΙΔΗΣ
ΑΝΑΠΛΗΡΩΤΗΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΘΕΣΣΑΛΙΑΣ



ΕΛΕΓΧΟΣ ΠΙΘΑΝΗΣ ΧΡΕΟΚΩΠΙΑΣ Z-ALTMAN

$$X_1 = \frac{\text{Κυκλ. Ενεργητικό} - \text{Βρ. Υποχρεώσεις}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$
$$X_2 = \frac{\text{Παρακρατηθέντα Κέρδη}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$
$$X_3 = \frac{\text{Κέρδη προ Τόκων και Φόρων}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$
$$X_4 = \frac{\text{Αγοραία Αξία των Μετοχών}}{\text{Σύνολο Υποχρεώσεων}}$$
$$X_5 = \frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$



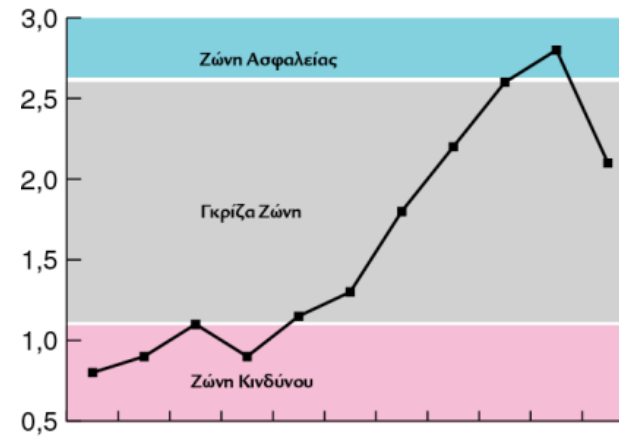
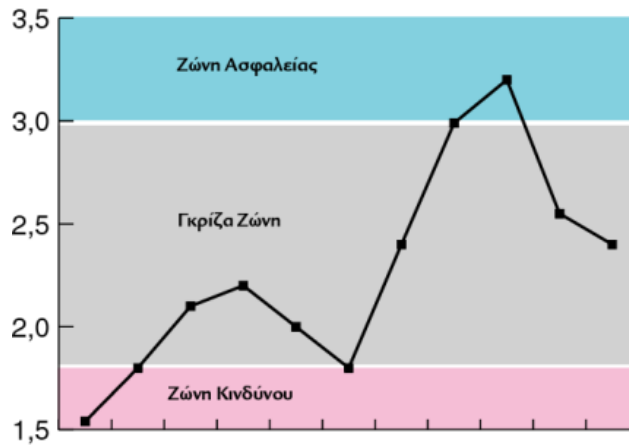
ΕΛΕΓΧΟΣ ΠΙΘΑΝΗΣ ΧΡΕΟΚΩΠΙΑΣ Z-ALTMAN (2)

- Για τις **βιομηχανικές επιχειρήσεις** το μοντέλο έχει προσδιορισθεί ως εξής:
 - ⊙ $Z = (1,2 * X1) + (1,4 * X2) + (3,3 * X3) + (0,6 * X4) + (0,999 * X5)$
- Στις μη βιομηχανικές επιχειρήσεις ο δείκτης $X5$ διαφοροποιείται σημαντικά. Είναι πολύ πιθανό να είναι υψηλότερος για τις εμπορικές επιχειρήσεις και τις επιχειρήσεις παροχής υπηρεσιών από ότι για τις βιομηχανικές, αφού δεν είναι εντάσεως κεφαλαίου. Συνεπώς, οι μη βιομηχανικές επιχειρήσεις θα έχουν μεγαλύτερο δείκτη Z , εάν χρησιμοποιηθούν οι παραπάνω σταθμιστές των δεικτών. Για αυτό και ο Altman προτείνει το παρακάτω μοντέλο για τις **μη βιομηχανικές επιχειρήσεις**.
 - ⊙ $Z = (6.56 * X1) + (3.26 * X2) + (6.72 * X3) + (1.05 * X4)$

ΕΛΕΓΧΟΣ ΠΙΘΑΝΗΣ ΧΡΕΟΚΩΠΙΑΣ Z-ALTMAN (3)

Z-SCORE	ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΕΣ	ΜΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΕΣ
Ζώνη Ασφαλείας	$Z > 2,99$	$Z > 2,6$
Γκρίζα Ζώνη	$1,8 < Z < 2,99$	$1,1 < Z < 2,6$
Ζώνη Κινδύνου	$Z < 1,8$	$Z < 1,1$

Βιομηχανικές Μη βιομηχανικές





Η ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΗΣ ΚΑΘΑΡΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΗΣ ΘΕΣΗΣ

ΘΕΜΙΣΤΟΚΛΗΣ ΛΑΖΑΡΙΔΗΣ
ΑΝΑΠΛΗΡΩΤΗΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΘΕΣΣΑΛΙΑΣ

ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ

- Η καθαρή θέση (ή ίδια κεφάλαια) προκύπτει ως:
- **$KΘ = ΣΕ - Πρ - ΥΠ$**
 - ⊙ Υπολειμματικό μέγεθος μετά την αφαίρεση από το σύνολο του ενεργητικού των προβλέψεων και των υποχρεώσεων.
- **$KΘ = \underset{A}{(ΠΕ - ΜΥ)} + \underset{B}{(ΚΕ - ΒΥ)}$**
 - ⊙ Το αλγεβρικό άθροισμα A δείχνει το κατά πόσο τα πάγια στοιχεία ενεργητικού καλύπτονται από μακροπρόθεσμα ξένα κεφάλαια.
 - ⊙ Το αλγεβρικό άθροισμα B δείχνει το κατά πόσο το κυκλοφοριακό ενεργητικό καλύπτεται από βραχυπρόθεσμα ξένα κεφάλαια.
 - ⊙ Οι δύο παραπάνω παρατηρήσεις αποτελούν την βασική αρχή χρηματοδότησης των στοιχείων ενεργητικού. Τα πάγια στοιχεία ενεργητικού χρηματοδοτούνται από μακροπρόθεσμα ξένα και ίδια κεφάλαια, ενώ το κυκλοφοριακό ενεργητικό από ίδια και βραχυπρόθεσμα ξένα κεφάλαια.
- **$KΘ = ΜΚ + ΑΠ + ΑΧ + ΑΝ$**
 - ⊙ Η μέθοδος αυτή υπολογισμού της καθαρής θέσης έχει ως κέντρο της το μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης και περιορίζεται για τον υπολογισμό στο τμήμα του παθητικού.
 - 📖 Όπου:
 - 📖 ΚΘ: Καθαρή Θέση, ΣΕ: Σύνολο Ενεργητικού, Πρ: Προβλέψεις, ΜΥ: Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις
 - 📖 ΒΥ: Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις, ΥΠ: Συνολικές Υποχρεώσεις (Μακροπρόθεσμες και Βραχυπρόθεσμες)
 - 📖 ΚΕ: Κυκλοφοριακό Ενεργητικό, ΜΚ: Μετοχικό κεφάλαιο, Απ: Σύνολο Αποθεματικών,
 - 📖 ΑΧ: Αποτελέσματα προηγούμενων ετών, ΑΝ: Αποτελέσματα Χρήσης εις νέο
- Θα πρέπει να σημειωθεί ότι η περίπτωση να υπολογισθεί αρνητική Καθαρή Θέση είναι πιθανή. Για την αποτίμηση της αξίας της επιχείρησης ο πρώτος και δεύτερος τρόπος κρίνεται ότι μπορούν να ανταποκριθούν καλύτερα.



ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ

- Η βασική υπόθεση είναι ότι οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις διέπονται από τις βασικές λογιστικές αρχές και όχι από νομοθετικά πλαίσια, δηλ.:
 - ⊙ Βάση δεδουλευμένων εσόδων / εξόδων
 - ⊙ Βιωσιμότητα
 - ⊙ Σημαντικότητα
 - ⊙ Συνέπεια
 - ⊙ Συμψηφισμός
 - ⊙ Σύνεση / συντηρητισμός
 - ⊙ Ουσία πάνω από την νομική υπόσταση
 - ⊙ Αληθινή και δίκαιη παρουσίαση
 - ⊙ Συγκριτικές πληροφορίες



ΔΠΧΑ ΚΑΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ

- Η διαφορά που παρατηρείται σήμερα σε σχέση με τα προηγούμενα χρόνια είναι το γεγονός ότι με την εισαγωγή των νέων διεθνών προτύπων χρηματοοικονομικών αναφορών (ΔΠΧΑ) ο υπολογισμός των στοιχείων του ισολογισμού δεν στηρίζεται στην ιδιοκτησία των στοιχείων αλλά στον έλεγχο των στοιχείων αυτών. Η «αποκάλυψη» του ελέγχου είναι δυσκολότερη, ως διαδικασία, από ότι η αναγνώριση της ιδιοκτησίας. Ο ορκωτός ελεγκτής και ο μελετητής θα κληθεί να βρει ποια από τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης (π.χ. η χρήση γραφείων, αυτοκινήτων, κλπ.) δεν χρησιμοποιούνται από την ίδια αλλά έχουν δοθεί σε άλλες επιχειρήσεις ή πρόσωπα για χρήση, ενώ αντίθετα, θα κληθεί να βρει ποια περιουσιακά στοιχεία άλλων επιχειρήσεων ή προσώπων χρησιμοποιούνται από την επιχείρηση.



Η ΚΥΒΕΡΝΗΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

- Η επίδραση της κυβερνητικής αναπτυξιακής πολιτικής, κυρίως μέσω των αναπτυξιακών νόμων και ρυθμίσεων, λαμβάνει χώρα σε τρία βασικά επίπεδα:
 - ⊙ Των αφορολόγητων αποθεματικών
 - ⊙ Των αυξημένων αποσβέσεων.
 - ⊙ Των επιδοτήσεων της αγοράς πάγιων στοιχείων ενεργητικού (υλικά ή άυλα).



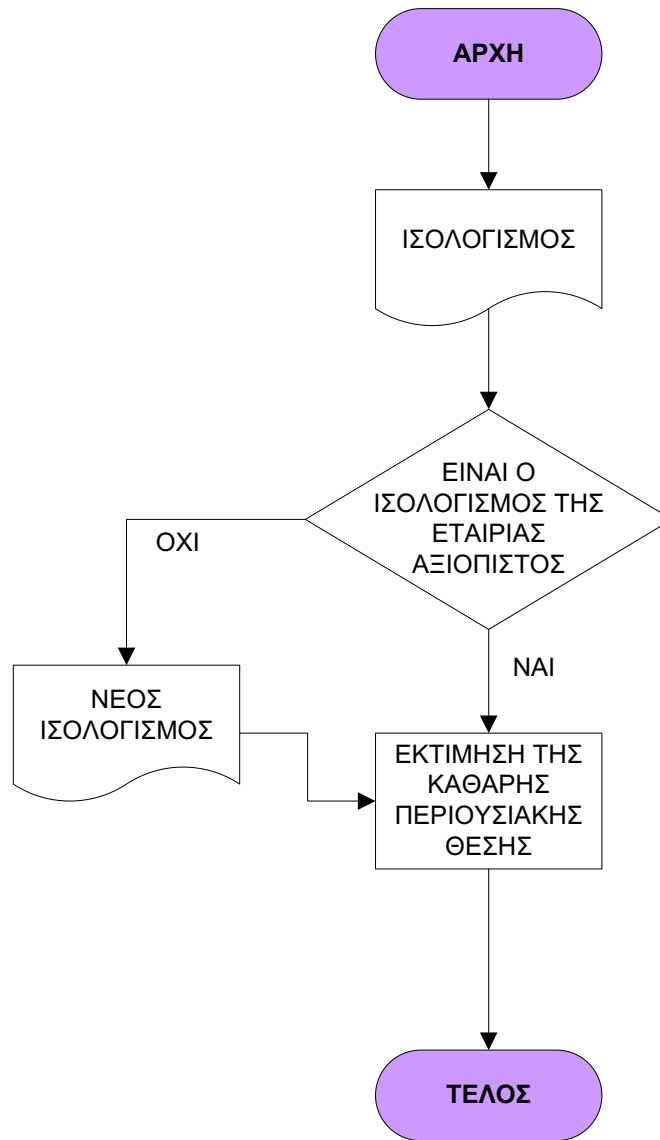
Η ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ

- Οι λογιστικές καταστάσεις συντάσσονται με βάση τον ΚΒΣ, το ΕΓΛΣ, τον Ν. 2190/1920 και τις διατάξεις του φορολογικού νόμου. Το γεγονός αυτό αλλοιώνει σημαντικά την διαμόρφωση των λογιστικών καταστάσεων. Στο εξωτερικό οι επιχειρήσεις συντάσσουν δύο είδη λογιστικών καταστάσεων, τις φορολογικές και τις λογιστικές – οικονομικές. Η αλλοίωση επέρχεται σχεδόν σε όλες τις βασικές κατηγορίες λογαριασμών του ισολογισμού, αλλά και των αποτελεσμάτων χρήσεως (π.χ. είναι αξιοσημείωτο το γεγονός ότι η αναγνώριση των εσόδων – πωλήσεων και εξόδων γίνεται με βάση τα παραπάνω κατά την στιγμή της έκδοσης του αντίστοιχου παραστατικού, ενώ το κριτήριο της αναγνώρισης των εσόδων – εξόδων θα έπρεπε να είναι συνάρτηση της κύριας δραστηριότητας της επιχείρησης).
- Άμεση επίπτωση της φορολογικής πολιτικής είναι το γεγονός ότι οι προβλέψεις για επισφαλείς πελάτες απαγορεύονται ή όταν επιτρέπονται δεν στηρίζονται στην οικονομική λογική, αλλά περισσότερο στην θέληση της κυβέρνησης.
- Τέλος, δεν προβλέπεται ο σχηματισμός προβλέψεων για πιθανές υποχρεώσεις (όπως αυτή του αναβαλλόμενου φόρου, απαιτήσεις πελατών, υπαλλήλων) ή κινδύνους.



ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΥΠΟ ΤΟ ΚΑΘΕΣΤΩΣ ΤΗΣ ΕΚΚΑΘΑΡΙΣΗΣ

- Μία επιχείρηση υπό εκκαθάριση ή έχει διακόψει την λειτουργία της δεν μπορεί να εκτιμηθεί σαν μία επιχείρηση που λειτουργεί και για την οποία ισχύει η αρχή της συνέχειας (going concern). Απαιτείται η υιοθέτηση ειδικών κανόνων αποτίμησης για τις κατηγορίες λογαριασμών του ισολογισμού.
- Βασικοί περιοριστικοί παράγοντες στις περιπτώσεις αυτές είναι το γεγονός ότι ο χρόνος για την διεκπεραίωση των απαραίτητων από το νόμο διαδικασιών είναι λίγος και οι πιέσεις που ασκούνται από τα ενδιαφερόμενα μέρη μεγάλες.





- Από την αρχή υπολογισμός του ισολογισμού και της καθαρής περιουσιακής θέσης από τα ισοζύγια της επιχείρησης
- Τροποποίηση του συνταχθέντος ισολογισμού, έτσι ώστε να ανταποκρίνεται στην αληθινή και δίκαιη αξία της επιχείρησης.



ΓΕΝΙΚΑ ΓΙΑ ΤΙΣ ΔΙΟΡΘΩΣΕΙΣ

- «Προστασία» των κερδών από τις επιδράσεις των πρόσκαιρων χρηματοοικονομικών αποφάσεων.
- Επαναφορά της διαφάνειας στην χρηματοδότηση.
- Καταγραφή στον ισολογισμό των υποχρεώσεων συνταξιοδότησης και εξάλειψη της κερδοσκοπίας με τα κεφάλαια συνταξιοδότησης από το λειτουργικό εισόδημα.
- Υπολογισμός υπεραξίας για τις επαναλαμβανόμενες ταμιακές ροές σε σχέση με την ρευστοποιήσιμη αξία των στοιχείων ενεργητικού και τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο των μετόχων.
- Χειρισμός (χρηματοοικονομικός) των αποθεματικών με στόχο την απάλειψή των μη αναγκαίων.
- Καταγραφή των άϋλων στοιχείων ενεργητικού στον ισολογισμό.
- Η προσπάθεια των λογιστών για λογιστική με βάση το κόστος και το νόμισμα να γίνει πραγματικότητα.
- Επιμέτρηση των αποσβέσεων, έτσι ώστε να οδηγεί στην μέτρηση των οικονομικών κερδών και όχι των λογιστικών.
- Δημιουργία προβλέψεων για την εξομάλυνση των επιδράσεων των στρατηγικών επενδύσεων που αποφέρουν καρπούς μακροχρόνια.
- Καταγραφή, επιμέτρηση των stock options ως έξοδο.



ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΜΕΝΕΣ ΤΑΜΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ

ΘΕΜΙΣΤΟΚΛΗΣ ΛΑΖΑΡΙΔΗΣ
ΑΝΑΠΛΗΡΩΤΗΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΘΕΣΣΑΛΙΑΣ



ΓΙΑΤΙ ΤΑΜΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ

- Μία επιχείρηση μπορεί να έχει κέρδη και να μην παράγει ταμειακές ροές και το αντίθετο. Το παράδοξο αυτό συμβαίνει συχνά. Πολλές εταιρίες μπορεί να «παράγουν» κέρδη χωρίς να έχουν αυξημένες λειτουργικές ταμειακές ροές (π.χ. από επιδοτήσεις, μειώσεις – επιστροφές φόρου, πωλήσεις παγίων στοιχείων, κέρδη από μετοχικούς τίτλους, κλπ.), όπως επίσης πολλές επιχειρήσεις που δεικνύουν αυξημένες ταμειακές ροές (επίπεδο ροών) μπορεί να μην εμφανίζουν λογιστικά κέρδη (π.χ. λόγω αυξημένων αποσβέσεων, αύξησης των αποθεμάτων, μείωση των υποχρεώσεων, αύξηση των φόρων, καταστροφές, συναλλαγματικές διαφορές, κλπ.).
- Οι παράγοντες που επηρεάζουν την «παραγωγή» κερδών είναι:
 - ⦿ Η καλή οικονομική διαχείριση (διαχείριση διαθεσίμων)
 - ⦿ Οι αυξημένες πωλήσεις
 - ⦿ Η επενδυτική πολιτική (διαχείριση επενδύσεων)
 - ⦿ Η διαχείριση του κόστους παραγωγής προϊόντων και υπηρεσιών



ΛΟΓΙΣΤΙΚΑ ΚΕΡΔΗ vs ΤΑΜΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ

- Οι βασικές διαφορές μεταξύ λογιστικών κερδών και ταμιακών ροών είναι οι εξής:
 - ⊙ Υπάρχει χρονική υστέρηση μεταξύ της αναγνώρισης του εσόδου – εξόδου και της αντίστοιχης ταμιακής ροής της συναλλαγής. Με βάση τα ΔΠΧΑ η χρονική υστέρηση αυτή είναι πηγή κόστους χρήματος (στην περίπτωση π.χ. της χρονικής υστέρησης για την είσπραξη μίας απαιτήσεως από πώληση θα πρέπει να αναγνωρισθεί το χρηματοοικονομικό κόστος (τόκος) για το αντίστοιχο χρονικό διάστημα γιατί στην ουσία η επιχείρηση δανείζει χρήματα στους πελάτες της)). Το «σφάλμα» της αναγνώρισης του εσόδου-εξόδου με την πώληση ή την τιμολόγηση δημιουργεί αυτό το χρονικό κενό.
 - ⊙ Οι κεφαλαιουχικές δαπάνες (επενδυτικές δραστηριότητες) με βάση τον λογιστικό χειρισμό τους αποσβένονται στην πορεία του χρόνου και με αυτό τον τρόπο αναγνωρίζονται στα αποτελέσματα χρήσης και επηρεάζουν τα λογιστικά κέρδη. Το πρόβλημα είναι ότι η επιχείρηση μπορεί να καταβάλλει τα χρήματα άμεσα και να αποσβένει το συγκεκριμένο πάγιο για 5, 10 ή/ και 50 έτη. Έτσι αποσυνδέεται η ταμιακή ροή με τα λογιστικά κέρδη με αποτέλεσμα να εμφανίζονται μεγαλύτερα λογιστικά κέρδη. Έτσι, ενώ τα λογιστικά κέρδη απεικονίζονται απαλλαγμένα από τις αποσβέσεις, οι ταμιακές ροές υπολογίζονται απαλλαγμένες των κεφαλαιουχικών δαπανών.



ΛΟΓΟΙ ΠΡΟΤΙΜΗΣΗΣ ΤΩΝ ΤΑΜΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

- Παρόλο την υψηλή συσχέτιση οι περισσότεροι μελετητές προκρίνουν τις ταμιακές ροές ως περισσότερο αξιόπιστο μέτρο σύγκρισης και αποτίμησης γιατί:
 - ⊙ Είναι δυσκολότερο να γίνει δημιουργική λογιστική στην κατάσταση των ταμιακών ροών
 - ⊙ Δεν υπάρχουν οι στρεβλώσεις από την φορολογία, τις αποσβέσεις, αποτίμηση αποθεμάτων, κλπ.
 - ⊙ Δίνουν περισσότερες πληροφορίες.
 - ⊙ Είναι περισσότερο κατανοητό ως μέτρο αποτίμησης
 - ⊙ Είναι καλύτερα εστιασμένη η κατάσταση των ταμιακών ροών στους στόχους των περισσότερων ενδιαφερομένων μερών.



ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ

- Μία επιχείρηση με μετοχικό κεφάλαιο 5€ και βραχυπρόθεσμα δάνεια 150€ (ετήσιο κόστος δανεισμού 50€) έχει καταφέρει να αναλάβει την διεκπεραίωση μίας εργασίας αξίας 1.500€ της οποίας το κόστος υπολογίζεται σε 150€. Στο τέλος της εργασίας (μετά από 6 μήνες) λαμβάνει από τον πελάτη της μία επιταγή αξίας 1.500€ που έχει ημερομηνία πληρωμής μετά από 10 μήνες.
- Η επιχείρηση αυτή βρίσκεται σε δύσκολη χρηματοοικονομική θέση παρά το γεγονός ότι θα εμφανίσει λογιστικά κέρδη της τάξης των 1.300€ γιατί δεν θα μπορέσει να αποπληρώσει τα δάνειά της και τους τόκους (6 μήνες κατασκευής – παραγωγής + 10 μήνες αποπληρωμής = 16 > 12 μηνών αποπληρωμής δανείου).



ΠΑΡΑΔΟΧΕΣ

- Επιχείρηση δεν είναι μόνο τα πάγια στοιχεία ενεργητικού, αλλά και οι άλλοι παραγωγικοί συντελεστές. Η λογιστική αξία των παγίων δεν μπορεί να συμπεριλάβει τα συγκριτικά πλεονεκτήματα, τις ευκαιρίες, την δυναμικότητα, επιχειρηματικότητα και τέλος την οργάνωση και λειτουργία της ίδιας της επιχείρησης.
- Η επιχείρηση αξίζει όσο αξίζουν οι προεξοφλημένες καθαρές ταμιακές ροές (πλεονάσματα).
- Οι καταστάσεις των ταμιακών ροών δίνουν περισσότερες και καλύτερες ποιοτικά πληροφορίες (ιδιαίτερα εάν υπάρχει μεγάλη χρονοσειρά) από ότι υπόλοιπες. Ιδιαίτερα για τον μέτοχο, όπως θα αποδειχθεί και παρακάτω, η κατάσταση των ταμιακών ροών είναι αποκαλυπτική (για τον έλεγχο της καλής διοίκησης, για την εξασφάλιση της βεβαιότητας ότι θα έχει εισόδημα (μερίσματα) από την εταιρία, για την εξασφάλιση ότι η αξία της επιχείρησης θα αυξάνει και στο μέλλον, κοκ.).
- Είναι δυνατός ο υπολογισμός του ενός ή περισσότερων ή συνδυασμών συντελεστών προεξόφλησης.
- Είναι δυνατή η πρόβλεψη των ταμιακών ροών με την προβολή και εκτίμηση των λογιστικών και οικονομικών γεγονότων στο μέλλον, με βάση συγκεκριμένες και καλά ορισμένες υποθέσεις.



- Οι καταστάσεις των ταμιακών ροών αποκαλύπτουν εάν:
- Οι συνολικές δραστηριότητες της επιχείρησης (επενδυτικές, χρηματοδοτικές και λειτουργικές δραστηριότητες της) δημιουργούν θετική ή όχι ταμειακή ροή.
- Οι λειτουργικές δραστηριότητες της δημιουργούν θετική ή όχι ταμειακή ροή.
- Τον τρόπο ανεύρεσης (πηγή) των κεφαλαίων για την χρηματοδότηση των κεφαλαιακών δαπανών της (δανεισμός, ίδια κεφάλαια, έκδοση τίτλων, κ.α.).
- Τις χρήσεις των κεφαλαίων.

- Η αυξημένη ζήτηση για τις καταστάσεις των ταμιακών ροών στο εξωτερικό (κυρίως στις αναπτυγμένες οικονομικά χώρες που εφαρμόζουν το αγγλοσαξονικό μοντέλο διοίκησης και οργάνωσης των επιχειρήσεων) προκύπτει από το γεγονός ότι μέσω των καταστάσεων οι χρήστες μπορούν να αξιολογήσουν την ικανότητα της επιχείρησης να:
 - ⊙ Ρευστοποιεί τα κέρδη της
 - ⊙ Πληρώνει τα μερίσματα
 - ⊙ Χρηματοδοτεί νέες επενδύσεις που παράγουν επιπρόσθετες ταμιακές ροές και κέρδη
 - ⊙ Εξυπηρετεί τις υποχρεώσεις της
 - ⊙ Συνεχίζει τις λειτουργικές της δραστηριότητες



Αγοραία
Αξία
Μετοχικού
Κεφαλαίου
μίας
Κερδοφόρας
Επιχείρησης

Αγοραία
Υπεραξία
(Premium)

Λογιστική
Αξία
Μετοχικού
Κεφαλαίου

$$\begin{matrix} \text{Έτος 1} & \text{Έτος 2} & \dots & \text{Έτος n} \\ \frac{TP(1)}{(1+r)^1} & + \frac{TP(2)}{(1+r)^2} & + \dots & + \frac{TP(n)}{(1+r)^n} \end{matrix}$$

Αγοραία
Αξία
Μετοχικού
Κεφαλαίου

Λογιστική
Αξία
Μετοχικού
Κεφαλαίου

Λογιστική
Αξία
Μετοχικού
Κεφαλαίου

Αγοραία
Υπεραξία
(Premium)
Μη
Πραγματο-
ποιημένη

Αγοραία
Αξία
Μετοχικού
Κεφαλαίου
μίας
Ζημιογόνας
Επιχείρησης

$$\begin{matrix} \text{Έτος 1} & \text{Έτος 2} & \dots & \text{Έτος n} \\ \frac{TP(1)}{(1+r)^1} & + \frac{TP(2)}{(1+r)^2} & + \dots & + \frac{TP(n)}{(1+r)^n} \end{matrix}$$

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΩΝ ΥΠΟ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗ ΤΑΜΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ					
Ταμιακές Ροές Συνολικού Κεφαλαίου (Free Cash Flow to Capital or Firm – FCFF)		Ταμιακές Ροές Μετοχικού Κεφαλαίου (Free Cash Flow to Equity – FCFE)		Ελεύθερες Ταμιακές Ροές	
	Λειτουργικές Ταμιακές Ροές		Λειτουργικές Ταμιακές Ροές		Λειτουργικές Ταμιακές Ροές
-	Πραγματικοί Φόροι [Φορολογικός συντελεστής * (καθαρά κέρδη προ τόκων και φόρων – τόκοι)]	-	Πραγματικοί Φόροι [Φορολογικός συντελεστής * (καθαρά κέρδη προ τόκων και φόρων – τόκοι)]	-	Υποθετικοί ή Προβλεπόμενοι Φόροι (Φορολογικός συντελεστής * καθαρά κέρδη προ τόκων και φόρων)
		-	Τόκοι		
		-	Πληρωμές δανείων		
		+	Αυξήσεις Κεφαλαίου		
ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ					
	Προεξόφληση με την Προβλεπόμενη Απόδοση Ενεργητικού (πριν από φόρους)		Προεξόφληση με την Προβλεπόμενη Απόδοση του Μετοχικού Κεφαλαίου (K_e)		Προεξόφληση με το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (μετά από φόρους)



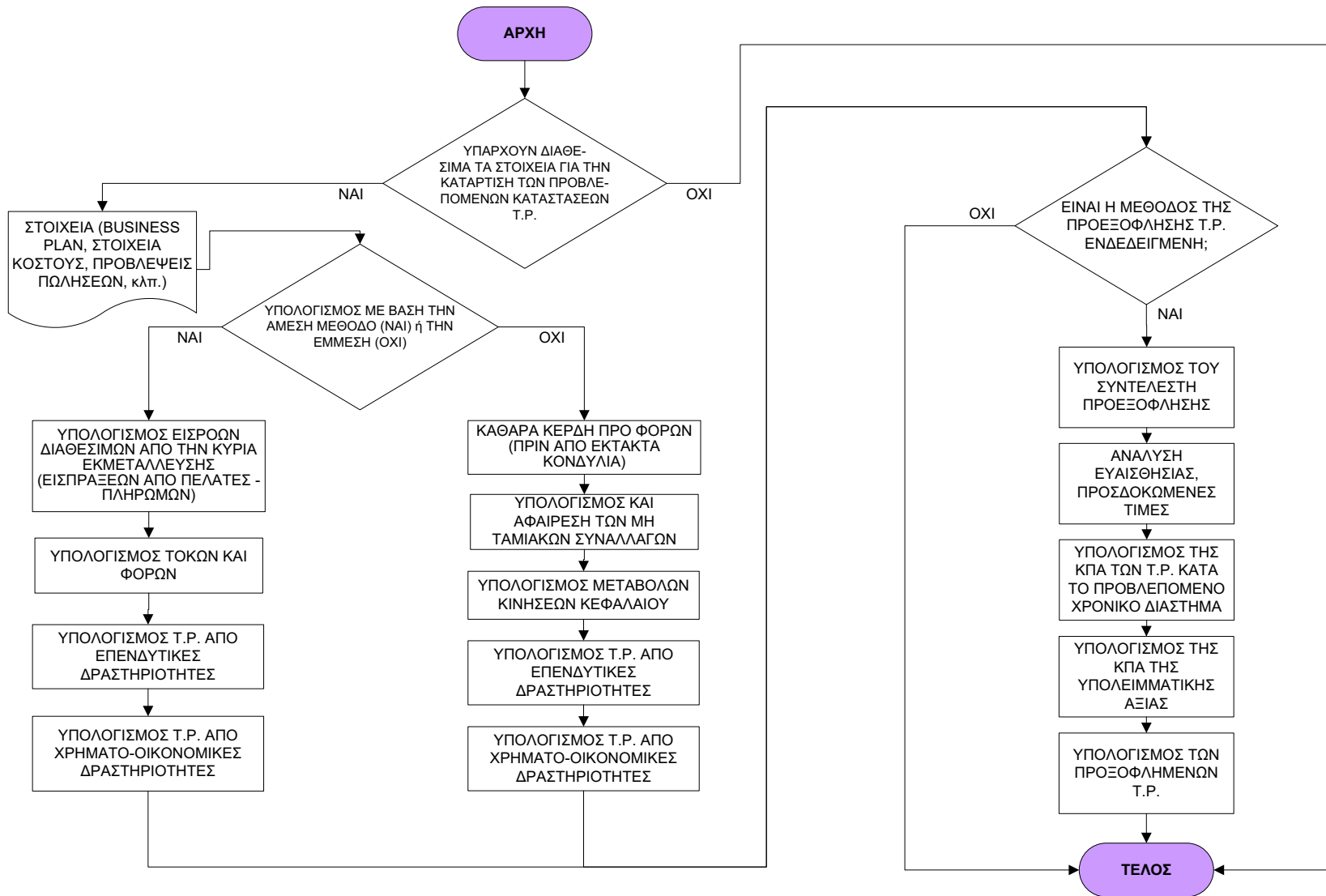
ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΤΑΜΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

$$\text{Ποιότητα Κερδών} = \frac{\text{Καθαρή ροή μετρητών από Λειτουργικές Δραστηριότητες}}{\text{Κέρδη από Λειτουργικές Δραστηριότητες}}$$

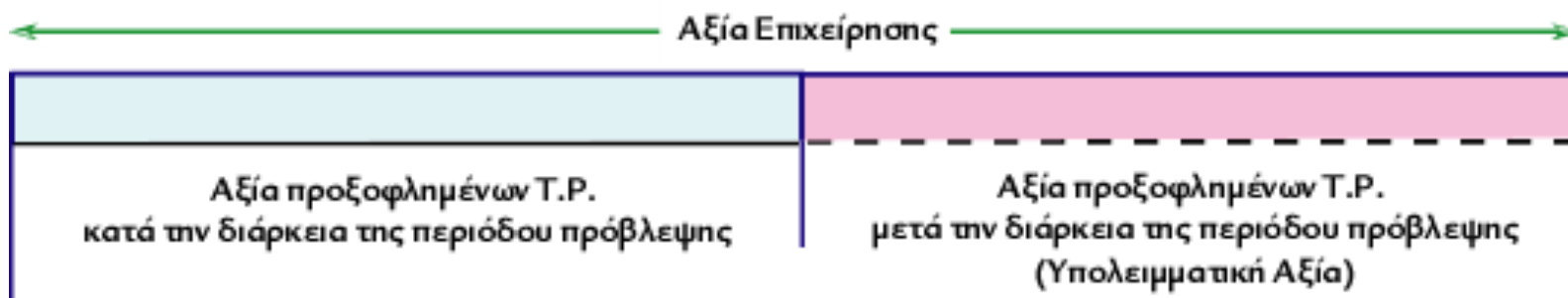
$$\text{Κάλυψη Μερ. & Τόκων} = \frac{\text{Καθαρή ροή μετρητών από Λειτ. Δραστηριότητες}}{\text{Μερίσματα + Τόκοι}}$$



ΑΛΓΟΡΙΘΜΟΣ



- Σύμφωνα με την μέθοδο της προεξόφλησης των ταμιακών ροών η αξία μίας επιχείρησης ισούται με την παρούσα αξία των ταμιακών πλεονασμάτων που αναμένεται να πραγματοποιηθούν σε ορισμένο αριθμό ετών, συν την παρούσα αξία της υπολειμματικής αξίας της επιχείρησης στο τέλος του χρονικού ορίζοντα. Εναλλακτικός τρόπος αξιολόγησης της επιχείρησης με βάση τις ταμειακές ροές είναι ο υπολογισμός του εσωτερικού ποσοστού απόδοσης τους και η σύγκριση του με το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο ή με το αντίστοιχο ποσοστό μίας εναλλακτικής επένδυσης ή με τον κλαδικό δείκτη απόδοσης κεφαλαίου.





ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΠΟΥ ΘΑ ΠΡΕΠΕΙ ΝΑ ΛΗΦΘΟΥΝ ΥΠΟΨΗ

- Η πιστωτική πολιτική της επιχείρησης. Εάν η επιχείρηση, λόγω της επεκτατικής της πολιτικής ή λόγω ανταγωνισμού δίνει μεγάλες περιόδους πίστωσης (π.χ. 6 μήνες), τότε οι πωλήσεις δεν μπορεί να θεωρηθεί ότι μετατρέπονται σε άμεσα έσοδα και θα πρέπει να συνυπολογισθεί χρηματοοικονομικό έξοδο τόκων ή/και να γίνει διάσπαση των πωλήσεων και των εσόδων.
- Η επενδυτική πολιτική της επιχείρησης και οι αποσβέσεις.
- Η κατανομή του κόστους παραγωγής και διοίκησης.
- Το ποσοστό φορολόγησης.
- Η χρηματοδοτική πολιτική της επιχείρησης για να προσδιορισθεί από πού αντλεί κεφάλαια (κάνει χρήση δανειακών κεφαλαίων, τότε λήγουν οι υποχρεώσεις καταβολής τόκων και κεφαλαίου, κοκ.)
- Ο εντοπισμός των πιθανών έκτακτων και ανόργανων εσόδων και εξόδων και η αξιολόγησή τους.
- Παράλληλα, θα πρέπει να ληφθούν συλλεχθούν και πληροφορίες που έχουν άμεση και έμμεση σχέση με την πορεία των ταμιακών ροών της επιχείρησης, όπως είναι:
 - ⊙ Μερίδια αγοράς και δυνατότητες ανάπτυξης του κάθε ενός προϊόντος της επιχείρησης (εάν υπάρχει marketing plan οι πληροφορίες αυτές μπορούν να συλλεχθούν από εκεί).
 - ⊙ Νέα προϊόντα που η επιχείρηση σκοπεύει να αναπτύξει.
 - ⊙ Επενδύσεις που είναι στην φάση της ανάπτυξης.



ΠΡΟΣΘΕΤΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΓΙΑ ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ

- Επιχειρηματικό σχέδιο (business plan) της επιχείρησης για τον προσδιορισμό των επενδυτικών δραστηριοτήτων και την στρατηγική πωλήσεων, ανάπτυξης και ελέγχου του κόστους παραγωγής.
- Συνεντεύξεις με τα οικονομικά στελέχη και τους ιδιοκτήτες της επιχείρησης για την επιβεβαίωση των παραπάνω ή στην περίπτωση που δεν υπάρχει επιχειρηματικό σχέδιο επικαιροποιημένο για την άντληση αυτών των στοιχείων. Ιδιαίτερα από τους ιδιοκτήτες θα πρέπει να αντληθεί η πληροφορία εάν της πρόθεσης αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου κατά τα επόμενα χρόνια.
- Ανάλυση των προβλεπόμενων κλαδικών και μακρο-οικονομικών δεδομένων (πληθωρισμός, επιτόκια δανεισμού, ανεργία, κοκ.).
- Ανάλυση του κύκλου ζωής προϊόντων της επιχείρησης και των ιδιοτεροτήτων των προϊόντων όσον αφορά την ανάπτυξη των πωλήσεων (γεωγραφία των πωλήσεων, ιδιαιτερότητες αγορών, κ.α.).
- Τυχόν συμφωνίες με τους εργαζόμενους, τους προμηθευτές και τους δανειστές που μειώνουν το κόστος παραγωγής και δεν έχουν ενσωματωθεί στις ιστορικές καταστάσεις ταμιακών ροών.
- Υπολογισμός των αποδόσεων των χρεογράφων και αξιογράφων που διαθέτει η επιχείρηση και
- Ο υπολογισμός των αναγκών της επιχείρησης για κεφάλαιο κίνησης (για να επιτευχθεί ο στόχος των πωλήσεων και της στρατηγικής της επιχείρησης, όπως αυτή έχει σχεδιασθεί).



Η ΑΒΕΒΑΙΟΤΗΤΑ ΚΑΙ Ο ΚΙΝΔΥΝΟΣ

- Για τον υπολογισμό των ταμιακών πλεονασμάτων υπάρχουν σημαντικά προβλήματα που θα πρέπει να ληφθούν υπόψη κατά την εφαρμογή της μεθόδου:
- Είναι δύσκολο να προβλεφθεί το κόστος παραγωγής, λόγω του αριθμού των προμηθευτών, της πολυπλοκότητας της διαδικασίας, της αβεβαιότητας συνέχισης της συγκεκριμένης παραγωγικής γραμμής – διαδικασίας, κλπ.
- Της αβεβαιότητας στην χάραξη της τιμολογιακής πολιτικής της εταιρίας
- Της αβέβαιης πιστωτικής πολιτικής των προμηθευτών
- Της αβέβαιης αποτελεσματικότητας του δικτύου πωλήσεων και του επιπέδου πωλήσεων
- Της αβέβαιης πρόβλεψης για τα έξοδα διοίκησης και διάθεσης
- Την σιγουριά της έλλειψης πρόβλεψης των εκτάκτων και ανόργανων εσόδων και εξόδων.



Η ΑΒΕΒΑΙΟΤΗΤΑ ΚΑΙ Ο ΚΙΝΔΥΝΟΣ

- Για αυτό και ο μελετητής θα πρέπει να χρησιμοποιήσει μερικές τεχνικές για την μείωση της επίδρασης της αβεβαιότητας, όπως:
 - ⊙ Να ορίσει έναν ελάχιστο αριθμό περιόδων αποπληρωμής
 - ⊙ Να κάνει συνετές εκτιμήσεις των ταμιακών ροών για να εξακριβώσει την χείριστη πιθανή περίπτωση.
 - ⊙ Εκτίμηση των καλύτερων και χειρότερων πιθανών περιπτώσεων για τον προσδιορισμό του εύρους της ΚΠΑ.
 - ⊙ Να χρησιμοποιήσει ανάλυση ευαισθησίας για τον προσδιορισμό του περιθωρίου ασφαλείας των δεδομένων που έχουν χρησιμοποιηθεί κατά την διαδικασία της εκτίμησης.

- Η ανάλυση ευαισθησίας μπορεί να γίνει με δύο τρόπους:
 - ⊙ Με την εισαγωγή ενός εύρους τιμών (συνήθως παίρνουν την μορφή ποσοστιαίων μεταβολών επί των τιμών των μεταβλητών) των κρίσιμων τιμών και την επιμέτρηση των επιδράσεων αυτών στο αποτέλεσμα.
 - ⊙ Με την κατασκευή σεναρίων (την περιγραφή πιθανών καταστάσεων (τιμών μεταβλητών) σύμφωνα με συγκεκριμένα μοντέλα συμπεριφοράς, νοοτροπίας, λειτουργίας ή αλληλεπιδράσεων.

ΣΕΝΑΡΙΑ ΣΤΗΝ ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΥΑΙΣΘΗΣΙΑΣ

ΣΕΝΑΡΙΟ	ΑΝΑΠΤΥΞΗ	ΤΑΜΙΑΚΟ ΠΛΕΟΝΑΣΜΑ
1	Η επιχείρηση δεν αναπτύσσεται	Τα ταμιακά πλεονάσματα παραμένουν σταθερά στην διάρκεια του χρόνου
4	Η επιχείρηση δεν αναπτύσσεται	Τα ταμιακά πλεονάσματα παραμένουν μειώνονται στην διάρκεια του χρόνου
3	Η επιχείρηση αναπτύσσεται με κανονικούς ρυθμούς (σύμφωνα με τον κλάδο στον οποίο ανήκει)	Τα ταμιακά πλεονάσματα αυξάνονται με κανονικούς ρυθμούς (σύμφωνα με τον κλάδο στον οποίο ανήκει)
4	Η επιχείρηση αναπτύσσεται με ταχείς ρυθμούς (σύμφωνα με τον κλάδο στον οποίο ανήκει)	Τα ταμιακά πλεονάσματα αυξάνονται με τους ίδιους ταχείς ρυθμούς και στην συνέχεια αυξάνονται με κανονικούς ρυθμούς
5	Η επιχείρηση φθίνει	Τα ταμιακά πλεονάσματα μειώνονται με κανονικούς ρυθμούς (σύμφωνα με τον κλάδο στον οποίο ανήκει)
6	Η επιχείρηση φθίνει με ταχείς ρυθμούς	Τα ταμιακά πλεονάσματα μειώνονται με τους ίδιους ταχείς ρυθμούς και στην συνέχεια μειώνονται με κανονικούς ρυθμούς



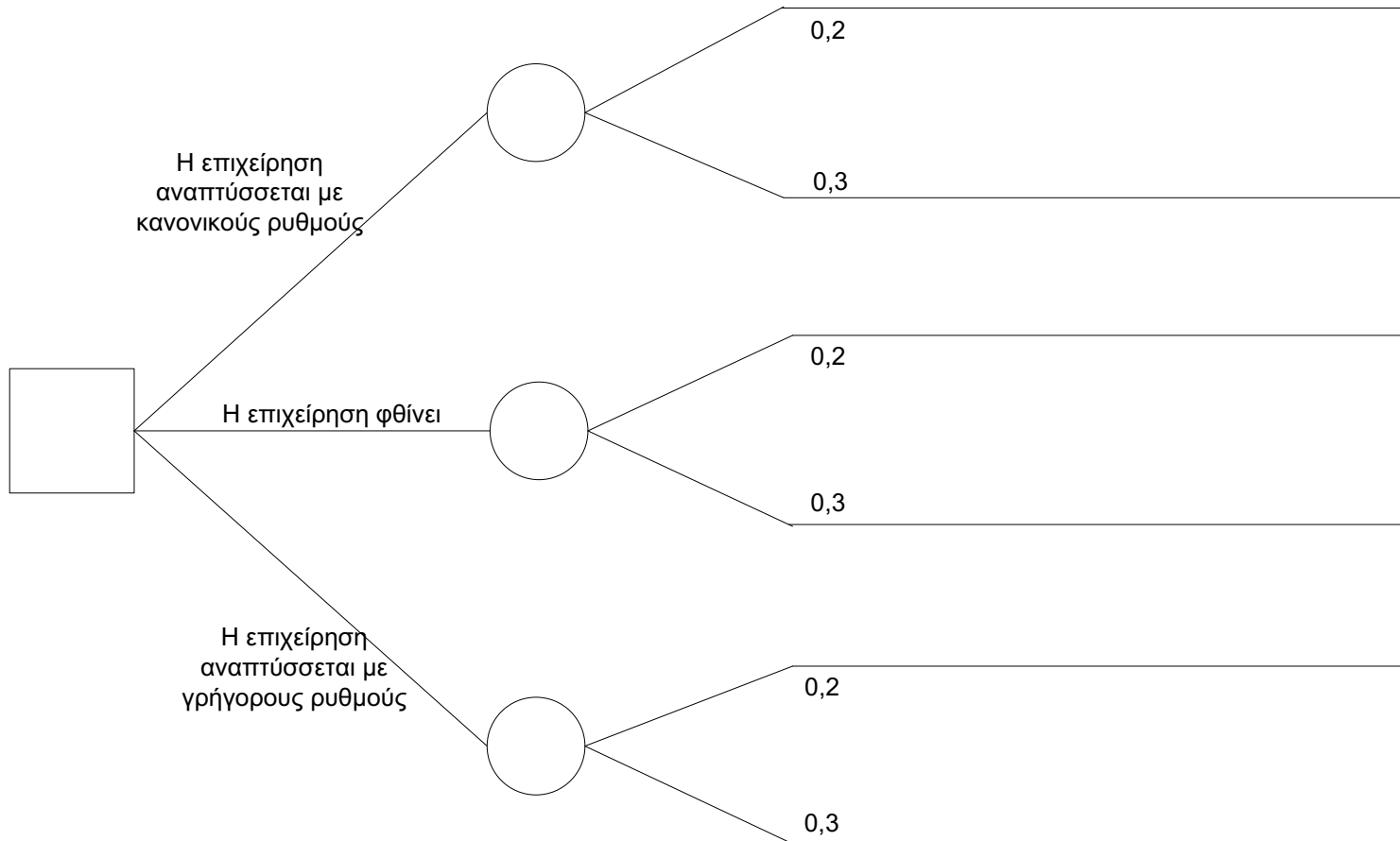
ΠΡΟΣΔΟΚΩΜΕΝΕΣ ΤΙΜΕΣ

- Οι προσδοκώμενες τιμές προκύπτουν από τον πολλαπλασιασμό του κάθε προβλεπόμενου αποτελέσματος με την πιθανότητα να συμβεί και στο τέλος αθροίζονται τα αποτελέσματα των πολλαπλασιασμών για να δώσουν την προσδοκώμενη τιμή.
- Π.χ. στα σενάρια που παρουσιάσθηκαν υπολογίσθηκαν οι παρακάτω τιμές

ΣΕΝΑΡΙΟ	ΥΠΟΛΟΓΙΣΘΕΙΣΑ ΑΞΙΑ	ΠΙΘΑΝΟΤΗΤΑ	ΑΞΙΑ
1	800.000	10%	80.000
4	850.000	20%	170.000
3	950.000	25%	237.500
4	1.300.000	20%	260.000
5	800.000	15%	120.000
6	700.000	10%	70.000
ΠΡΟΣΔΟΚΩΜΕΝΗ ΤΙΜΗ			937.500



ΔΕΝΔΡΑ ΑΠΟΦΑΣΕΩΝ





ΕΙΔΗ ΤΑΜΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΕΣ, ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΕΣ (ΣΥΝΗΘΕΙΣ) ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ	ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ	ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ
<p>Το ποσό των ταμιακών ροών που προέρχεται από επιχειρηματικές δραστηριότητες είναι ένας <u>δείκτης-κλειδί</u> της έκτασης στην οποία οι επιχειρηματικές δραστηριότητες της επιχειρήσεως έχουν δημιουργήσει επαρκείς Ταμιακές ροές για να:</p> <ul style="list-style-type: none">• Εξοφλούν δάνεια• Διατηρούν την επιχειρηματική ικανότητα της επιχειρήσεως• Πληρώνουν μερίσματα• Γίνουν νέες επενδύσεις χωρίς προσφυγή σε εξωτερικές πηγές χρηματοδότησεως <p>Οι Ταμιακές ροές από επιχειρηματικές δραστηριότητες:</p> <ul style="list-style-type: none">• Είναι χρήσιμες στην πρόβλεψη μελλοντικών επιχειρηματικών ταμιακών ροών.• Προέρχονται βασικά από τις κύριες δραστηριότητες δημιουργίας εσόδων.• Προέρχονται γενικά από συναλλαγές και άλλα γεγονότα που υπεισέρχονται στον προσδιορισμό του καθαρού κέρδους ή της ζημιάς.	<p>Ιδιαίτερη γνωστοποίηση των ταμιακών ροών που προέρχονται από επενδυτικές δραστηριότητες είναι σημαντική, γιατί οι ταμιακές ροές αντιπροσωπεύουν την έκταση κατά την δαπάνες για πηγές που προορίζονται οποία πραγματοποιήθηκαν να δημιουργήσουν μελλοντικά έσοδα και Ταμιακές ροές.</p>	<p>Η ξεχωριστή γνωστοποίηση των ταμιακών ροών είναι χρήσιμη στην προεκτίμηση απαιτήσεων πάνω στις μελλοντικές Ταμιακές ροές από τους χρηματοδότες της επιχειρήσεως.</p>

Επιχειρηματικές, λειτουργικές δραστηριότητες	Επενδυτικές δραστηριότητες	Χρηματοοικονομικές δραστηριότητες
<p>Εισπράξεις από την πώληση αγαθών και την παροχή υπηρεσιών.</p> <p>Εισπράξεις από δικαιώματα, αμοιβές, προμήθειες και άλλα έσοδα.</p> <p>Πληρωμές προς προμηθευτές αγαθών και υπηρεσιών.</p> <p>Πληρωμές προς τους εργαζόμενους και για λογαριασμό αυτών.</p>	<p>Πληρωμές για την απόκτηση ή εισπράξεις από την πώληση:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Ενσώματων ακινητοποιήσεων και άυλων περιουσιακών στοιχείων. • Μετοχών ή επενδύσεων σε κοινοπραξίες <p>Ταμιακά διαθέσιμα που δόθηκαν σε τρίτους σε μορφή δανειοδότησης και αποπληρωμή αυτών.</p>	<p>Εισπράξεις από έκδοση:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Μετοχικού κεφαλαίου ή συμμετοχικών τίτλων (equity instruments). • Ομολόγων, δανείων και γραμματίων. <p>Πληρωμές στους μετόχους ή εταίρους για να εξαγοραστούν ή να επιστραφούν οι μετοχές της επιχειρήσεως.</p> <p>Αποπληρωμές δανείων.</p>

ΑΜΕΣΗ ΜΕΘΟΔΟΣ

Η άμεση μέθοδος παρέχει πληροφορίες που μπορεί να είναι χρήσιμες στην εκτίμηση μελλοντικών ταμιακών ροών και οι οποίες δεν είναι προσιτές με την έμμεση μέθοδο. Αντλούνται πληροφορίες για τις κύριες κατηγορίες ακαθαρίστων εισπράξεων και ακαθαρίστων πληρωμών από:

- Τα λογιστικά βιβλία και στοιχεία της επιχειρήσεως.
- Με την αναμόρφωση των πωλήσεων, και του κόστους πωλήσεων για:
 - Τις μεταβολές, κατά τη διάρκεια της χρήσεως στα αποθέματα και στις οργανικές απαιτήσεις και υποχρεώσεις
 - Άλλα μη ταμιακά στοιχεία
 - Άλλα στοιχεία για τα οποία οι ταμιακές συνέπειες συνίστανται σε Ταμιακές ροές επενδυτικής ή χρηματοοικονομικής φύσεως

ΕΜΜΕΣΗ ΜΕΘΟΔΟΣ

Με την έμμεση μέθοδο, οι καθαρές Ταμιακές ροές από τις επιχειρηματικές δραστηριότητες προσδιορίζονται με την αναμόρφωση του καθαρού κέρδους ή ζημίας με βάση τις επιδράσεις από:

- Μη ταμιακά στοιχεία (πχ αποσβέσεις).
- Άλλα στοιχεία για τα οποία οι Ταμιακές συνέπειες συνίστανται σε Ταμιακές ροές επενδυτικής ή χρηματοοικονομικής φύσεως.



ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΩΝ ΤΑΜΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

ΑΜΕΣΗ ΜΕΘΟΔΟΣ		ΈΜΜΕΣΗ ΜΕΘΟΔΟΣ	
Βήμα 1	<p>Εισπράξεις από πελάτες</p> <p>Μείον: Ταμιακές πληρωμές σε προμηθευτές και προσωπικό</p> <p>Αποτέλεσμα: Εισροές διαθεσίμων από την κύρια εκμετάλλευση.</p>	Βήμα 1	<p>Καθαρά κέρδη πριν από τα έκτακτα κονδύλια και τους φόρους</p>
Βήμα 2	<p>Πληρωμές για τόκους και φόρους εισοδήματος</p> <p>Αποτέλεσμα: Ταμιακές ροές από τις επιχειρηματικές δραστηριότητες</p>	Βήμα 2	<p>Αναμορφώσεις για μη ταμειακά στοιχεία και για στοιχεία που αφορούν τις επενδυτικές και χρηματοοικονομικές δραστηριότητες.</p> <p>Αποτέλεσμα: Κέρδος εκμεταλλεύσεως πριν από τις μεταβολές του κεφαλαίου κινήσεως.</p>
		Βήμα 3	<p>Μεταβολές κεφαλαίου κινήσεως</p> <p>Αποτέλεσμα: Εισροές διαθεσίμων από την κύρια εκμετάλλευση.</p>



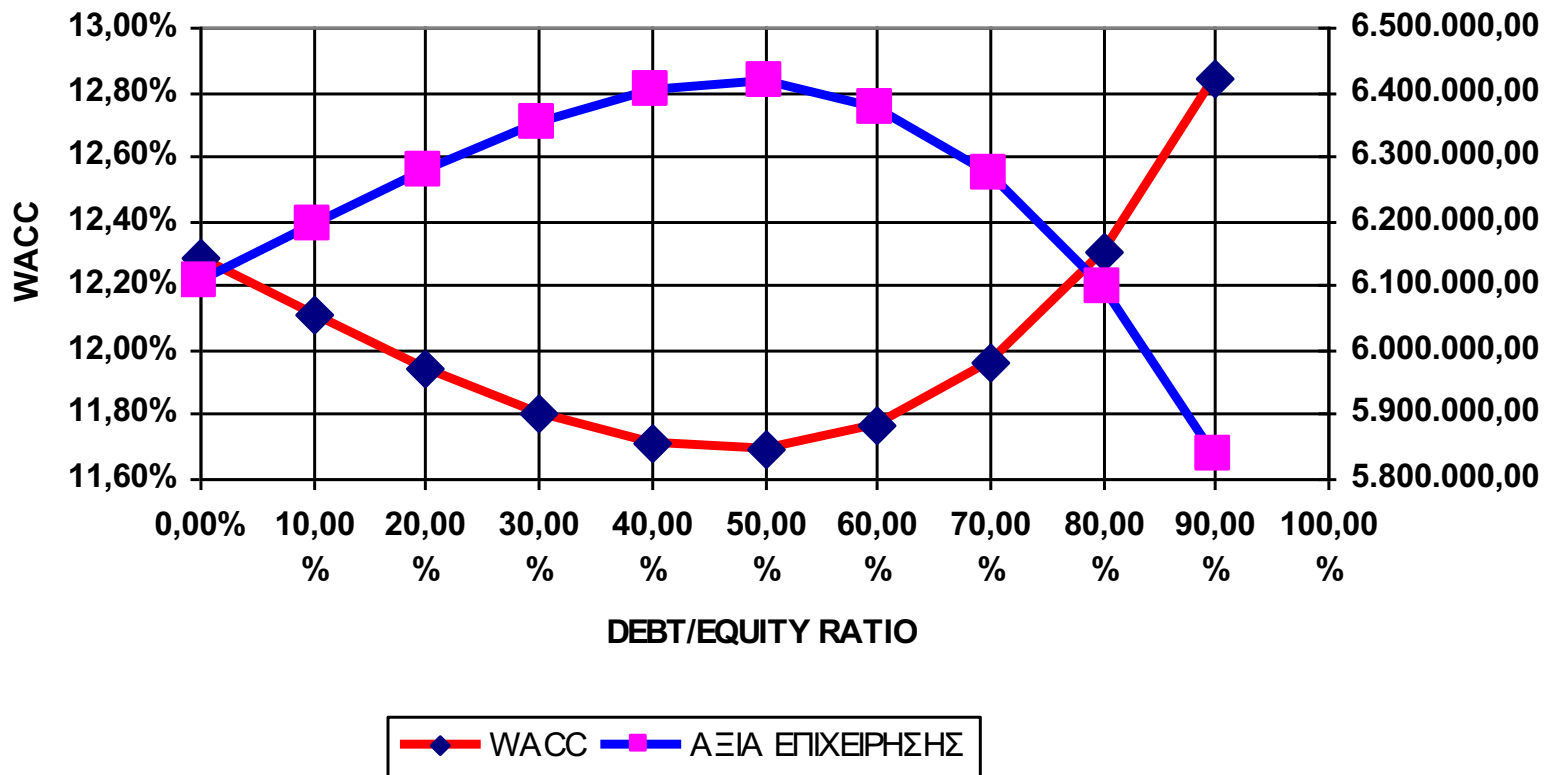
ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗ ΤΩΝ ΤΑΜΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

- Τα πλεονάσματα αυτά προεξοφλούνται με βάση έναν συντελεστή προεξόφλησης (βλ. επόμενη παράγραφο). Ο τύπος της προεξόφλησης είναι ο εξής:

$$\text{ΠΤΠ} = \frac{\text{ΤΠ}_1}{(1+r)} + \frac{\text{ΤΠ}_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{\text{ΤΠ}_n}{(1+r)^n}$$

- Ο συντελεστής προεξόφλησης εξαρτάται από τρεις (3) κυρίως παράγοντες:
 - ⊙ Πληθωρισμός
 - ⊙ Φορολογία
 - ⊙ Κίνδυνος

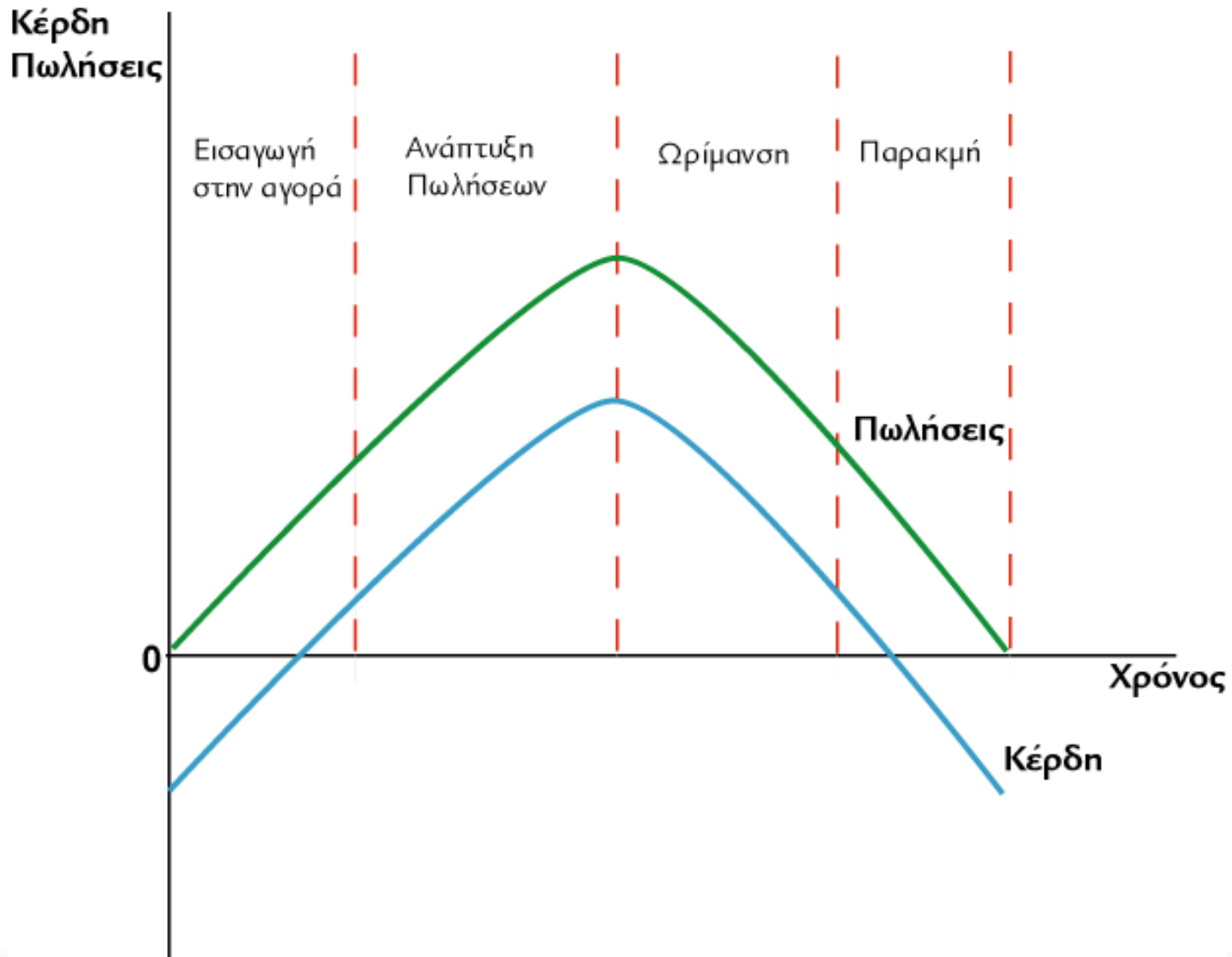
WACC & Η ΑΞΙΑ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ



ΧΡΟΝΙΚΟΣ ΟΡΙΖΟΝΤΑΣ ΠΡΟΒΛΕΨΗΣ

- Ο χρόνος έχει μεγάλη σημασία για τον μελετητή και για τον τελικό χρήστη της αποτίμησης. Ιδιαίτερα κατά την εφαρμογή της μεθόδου της προεξόφλησης των ταμιακών ροών έχει ακόμη μεγαλύτερη αξία. Και αυτό γιατί:
 - ⊙ Επηρεάζεται ο συντελεστής προεξόφλησης
 - ⊙ Δεν μπορούν να γίνουν μακροπρόθεσμες προβλέψεις για τις μεταβλητές που επηρεάζουν την επιχειρηματική συμπεριφορά.
 - ⊙ Οι επιχειρήσεις δεν κάνουν μακροπρόθεσμο σχεδιασμό (επενδυτικό, χρηματοδοτικό, χρηματοοικονομικό, προϊόντικό, κλπ.) πέραν των 5 ετών.
 - ⊙ Ο κύκλος ζωής των προϊόντων έχει μειωθεί σημαντικά με αποτέλεσμα οι προβλέψεις για τη λειτουργία της επιχείρησης να είναι επισφαλείς.
 - ⊙ Ο οικονομικός κύκλος επηρεάζει την χρηματοοικονομική συμπεριφορά των επιχειρήσεων.
 - ⊙ Τέλος, και ίσως σημαντικότερο, οι προσδοκίες των ιδιοκτητών, επενδυτών, της κεφαλαιαγοράς, κλπ.

Κύκλος Ζωής Προϊόντος



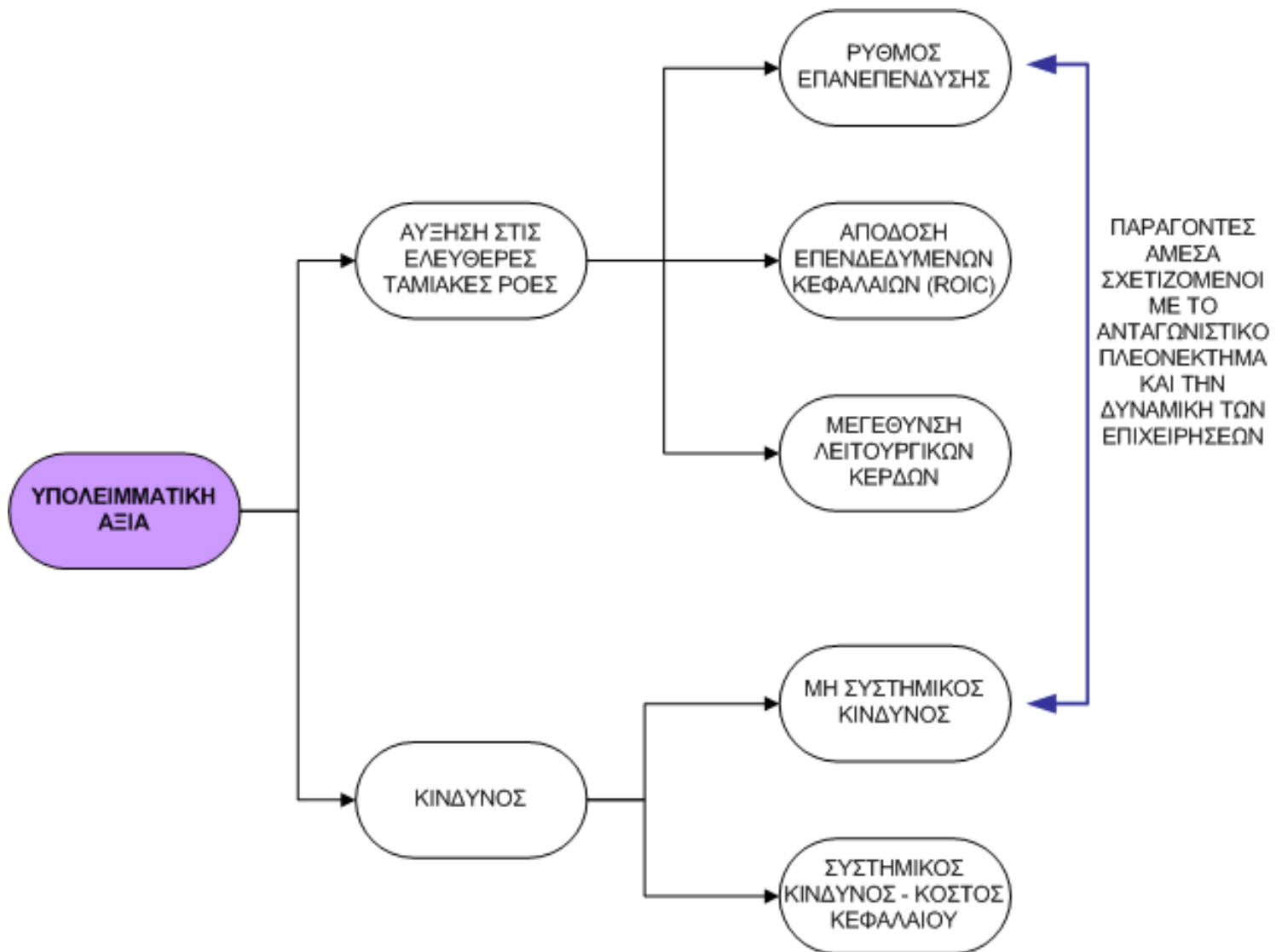


ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΗ ΑΞΙΑ (Υ.Α.)

- Υπολειμματική αξία είναι η αξία της επιχείρησης μετά το χρονικό διάστημα πρόβλεψης των ταμιακών ροών. Επειδή το χρονικό διάστημα για το οποίο γίνονται προβλέψεις ταμιακών ροών (με μικρό κίνδυνο σφάλματος) είναι σχετικά μικρό η υπολειμματική αξία αποτελεί μεγάλο ποσοστό (30%-130%) της συνολικής αξίας της επιχείρησης, όταν αυτή υπολογίζεται με βάση την προεξόφληση των ταμιακών ροών. Η σημασία (ως ποσοστό της συνολικής αξίας της επιχείρησης) της υπολειμματικής αξίας εξαρτάται από τον κλάδο, το παραγόμενο προϊόν, το στάδιο του οικονομικού κύκλου που διανύει η οικονομία, τον κύκλο ζωής προϊόντος, κ.α.
- Η υπολειμματική αξία έχει μεγάλη αξία στην περίπτωση που ο χρόνος εκτίμησης της εταιρίας είναι μικρός, ενώ η αξία της φθίνει όσο μεγαλύτερος είναι το χρονικό διάστημα εκτίμησης.



ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΥ ΤΗΣ Υ.Α.





ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΜΕΘΟΔΟΙ

ΘΕΜΙΣΤΟΚΛΗΣ ΛΑΖΑΡΙΔΗΣ
ΑΝΑΠΛΗΡΩΤΗΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΘΕΣΣΑΛΙΑΣ

- Το P/E μιας μετοχής εισηγμένης στην κεφαλαιαγορά αλλάζει καθημερινά, αφού καθημερινά αλλάζει η τιμή της. Η σύγκριση είναι δυσχερής γιατί:
 - ⊙ Χαμηλό P/E δεν σημαίνει και ότι είναι ελκυστική η μετοχή. Μπορεί επιχειρήσεις με υψηλά P/E να είναι περισσότερο ελκυστικές. Το γεγονός αυτό απορρέει από την τάση οι επενδυτές να εξαρτούν την απόφασή τους από την τάση αύξηση των κερδών και όχι από το απόλυτο μέγεθός τους σήμερα (το P/E υπολογίζεται με βάση τα ιστορικά κέρδη και τιμές). Επιπρόσθετα, όλοι κλάδοι δεν παρουσιάζουν τον ίδιο ρυθμό ανάπτυξης κερδών και πωλήσεων. Για αυτό και το P/E θα πρέπει να συγκρίνεται με αντίστοιχες κλαδικές επιχειρήσεις.
 - ⊙ Το P/E εξαρτάται κατά μεγάλο βαθμό από την χρηματιστηριακή συγκυρία και συνεπώς θα πρέπει να μελετάται σε βάθος χρόνου και έχοντας λάβει υπόψη τους χρηματιστηριακούς κύκλους και τάσεις.

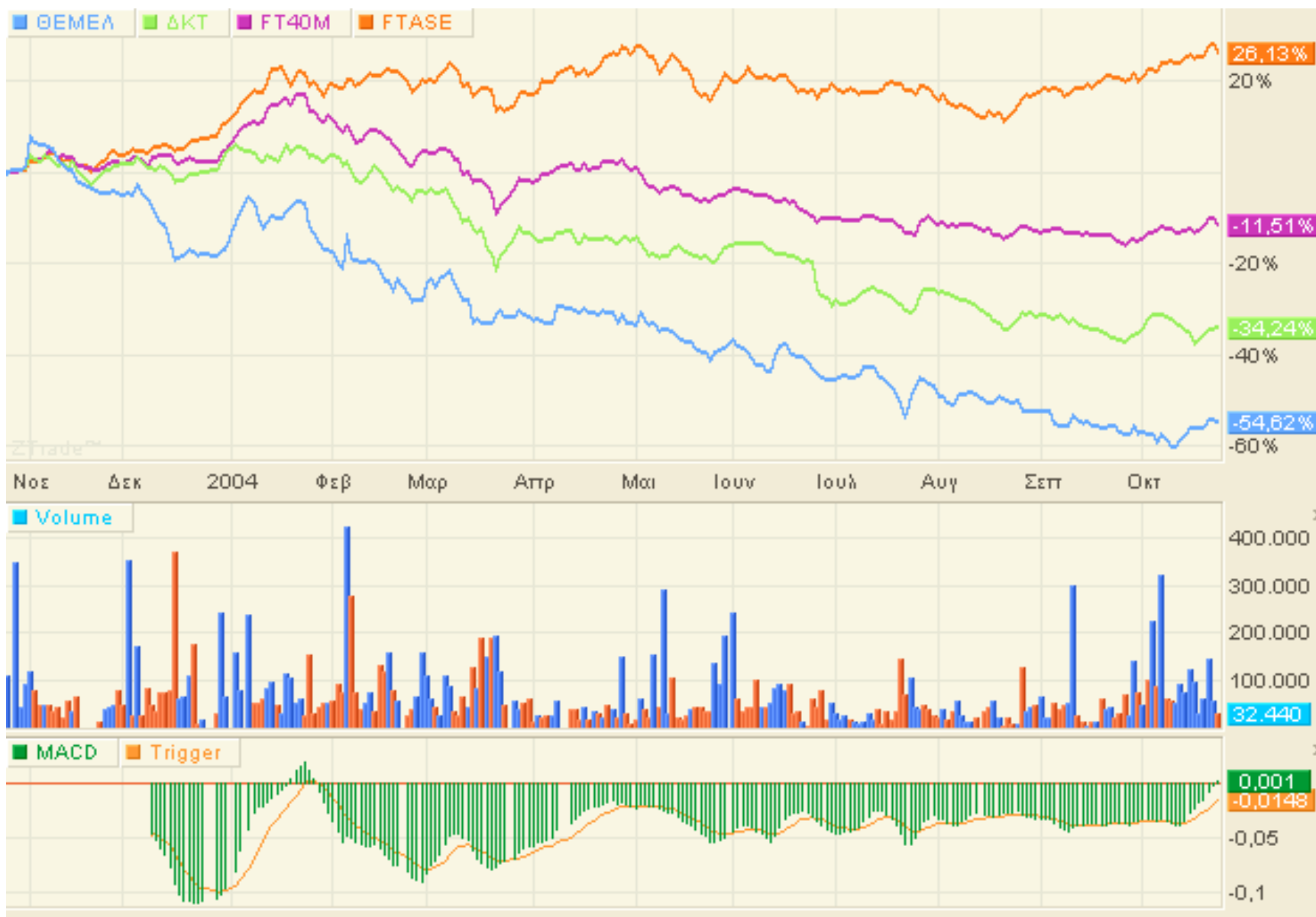


ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΤΙΜΗ





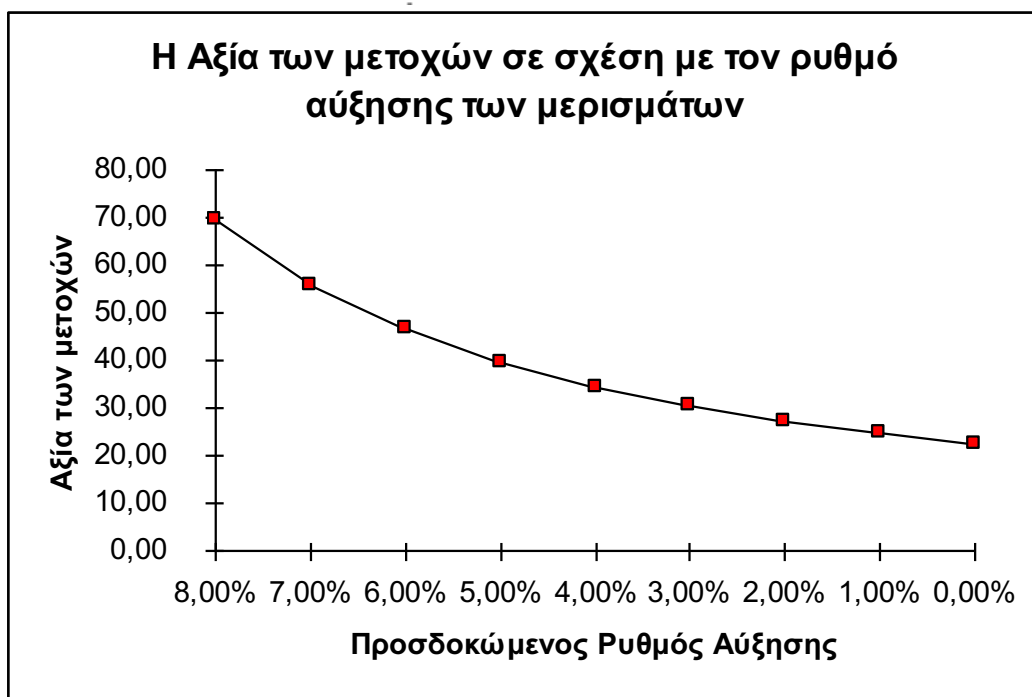
ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΤΙΜΗ



■ Βασικές υποθέσεις είναι:

- ⊙ Η επιχείρηση θα έχει σχεδόν σταθερά κέρδη και ταμιακές ροές.
- ⊙ Η επιχείρηση θα συνεχίσει να έχει την ίδια πολιτική μερισμάτων.
- ⊙ Η αγορά θα είναι σταθερή και δεν θα παρουσιάζει μεγάλες διακυμάνσεις.

$$P_0 = D_0 \left[\frac{1 + g_H}{r - g_H} \right] \left[1 - \left(\frac{1 + g_H}{1 + r} \right)^n \right] + \frac{D_0 (1 + g_H)^n (1 + g_L)}{(r - g_L)(1 + r)^n}$$





ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ (ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ – ΑΛΓΟΡΙΘΜΟΣ)

- Η μέθοδος περιλαμβάνει τέσσερα βασικά βήματα για την περάτωσή της:
- Καθορισμός του δείκτη
 - ⊙ Πρακτικά ο ίδιος (ονομαστικά) δείκτης μπορεί να οριστεί από διαφορετικούς χρήστες με διαφορετικούς τρόπους. Όταν γίνεται χρήση και σύγκριση δεικτών, που έχουν υπολογισθεί από έναν τρίτο, είναι κρίσιμο να γίνει κατανοητός ο τρόπος υπολογισμού. Για αυτό και θα πρέπει να παρατίθεται αναλυτικά ο αλγόριθμος υπολογισμού των δεικτών.
- Περιγραφή του δείκτη
 - ⊙ Πολλοί χρησιμοποιούν τους δείκτες χωρίς να γνωρίζουν τα φυσιολογικά κλαδικά επίπεδα του δείκτη (ανάλογα με την δραστηριότητα της επιχείρησης κυμαίνεται και το επίπεδο του δείκτη). Εάν ο χρήστης – αναλυτής δεν γνωρίζει τα κλαδικά δεδομένα δεν είναι σε θέση να συγκρίνει και να εκτιμήσει την απόδοση της εταιρίας με βάση τον συγκεκριμένο δείκτη



ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ – ΑΛΓΟΡΙΘΜΟΣ (2)

- Ανάλυση του δείκτη
 - ⊙ Ο κάθε δείκτης θα πρέπει να τύχει ανάλυσης. Τα συστατικά στοιχεία του θα πρέπει να αναλυθούν σε σχέση με τους προσδιοριστικούς παράγοντες (drivers) που επηρεάζουν την μεταβολή τους και επομένως την μεταβολή του δείκτη. Ακόμη θα πρέπει να αναλυθεί η συμμετοχή και ο βαθμός επηρεασμού του κάθε συστατικού στοιχείου στην διαμόρφωση του δείκτη.
- Επιλογή των δεικτών και εύρεση της συγκρίσιμης επιχείρησης
 - ⊙ Το επόμενο βήμα είναι η αναζήτηση και επιλογή μίας συγκρίσιμης επιχείρησης για να γίνει η αποτίμηση. Η επιλεγθείσα επιχείρηση για σύγκριση θα πρέπει να έχει παρόμοια χρηματοοικονομικά και οικονομικά χαρακτηριστικά. Ορισμένα στοιχεία θα πρέπει να ληφθούν υπόψη για την επιλογή της συγκρίσιμης επιχείρησης:
 - ▣ Η χρονική περίοδος εξέτασης και σύγκρισης θα πρέπει να είναι η ίδια.
 - ▣ Η επιχείρηση θα πρέπει να ανήκει στον ίδιο κλάδο και να έχει, όσον αυτό είναι δυνατόν, τα ίδια χαρακτηριστικά ανάπτυξης και λειτουργίας.
- Οι δύο επιχειρήσεις θα πρέπει, εάν είναι δυνατόν, να έχουν έδρα την ίδια χώρα. Με αυτό τον τρόπο τα μακροοικονομικά και άλλα οικονομικά στοιχεία είναι τα ίδια.



ΔΕΙΚΤΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗΣ

- Οι δείκτες αυτοί είναι εύκολοι στον υπολογισμό και την κατανόησή τους από όλους. Ενδεικτικά αναφέρονται οι εξής:
 - ⊙ P/E (Τιμή προς κέρδη)
 - ⊙ P/CE (Τιμή προς ταμιακά κέρδη (καθαρά κέρδη προ αποσβέσεων))
 - ⊙ P/S (Τιμή προς πωλήσεις)
 - ⊙ P/BV (Τιμή προς λογιστική αξία)
 - ⊙ P / Customer (Τιμή προς αριθμό πελατών)



ΔΕΙΚΤΕΣ ΑΞΙΑΣ – ΡΥΘΜΟΥ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ

■ **Αξία της επιχείρησης**

- Η διαφοροποίηση των δεικτών υπολογισμού της αξία της επιχείρησης είναι ότι δεν στηρίζονται μόνο στο μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης, αλλά και στα ξένα κεφάλαια. Ενδεικτικά αναφέρονται οι εξής:

- ⊙ EV/EBITDA (Αξία της επιχείρησης προς EBITDA)
- ⊙ EV/Sales (Αξία της επιχείρησης προς πωλήσεις)
- ⊙ EV/FCF (Αξία της επιχείρησης προς ελεύθερες ταμιακές ροές)

■ **Ρυθμοί ανάπτυξης της επιχείρησης.**

- Ορισμένοι από τους δείκτες υπολογισμού του ανάπτυξης της επιχείρησης είναι:

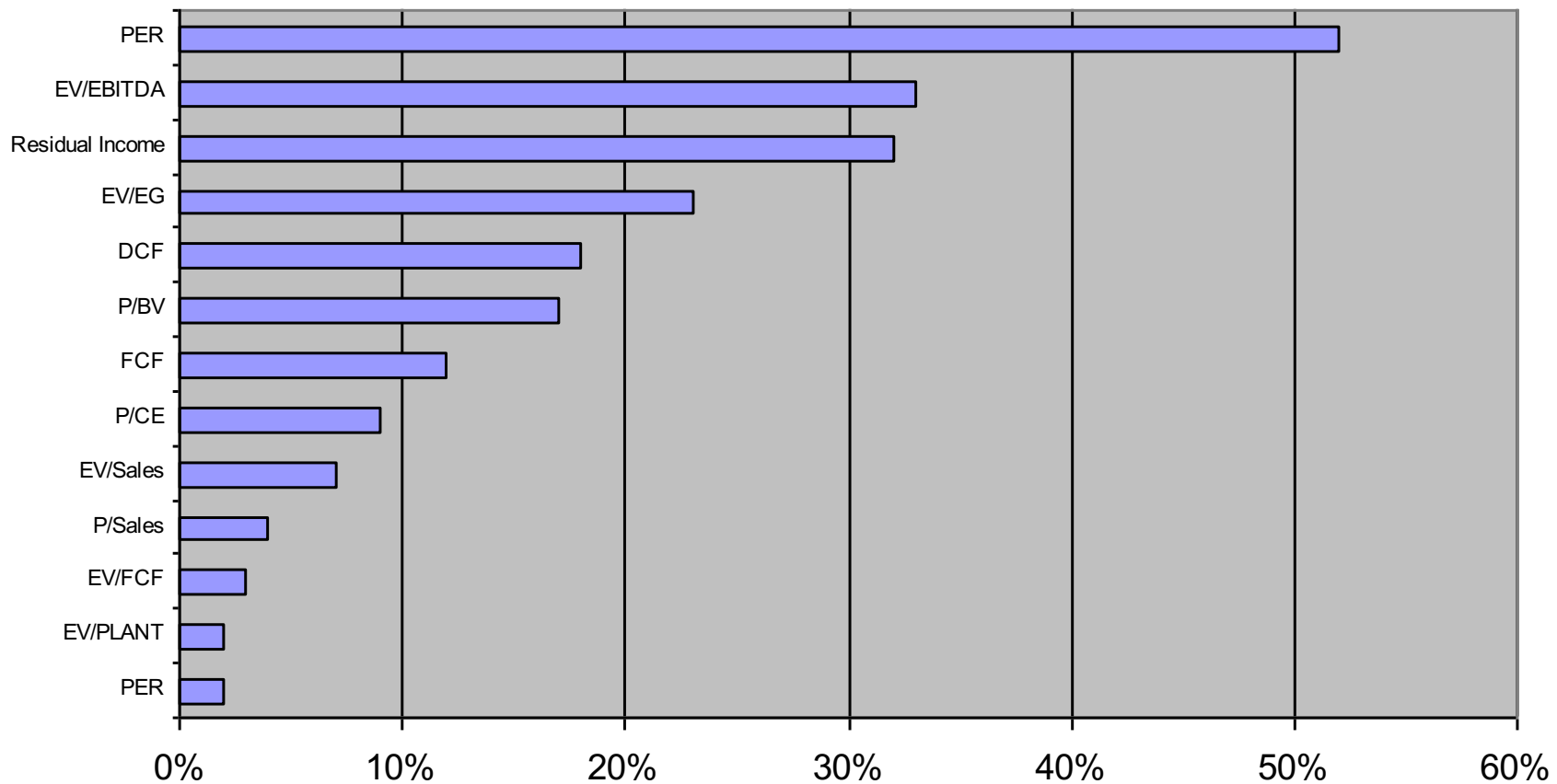
- ⊙ P/EG (Τιμή προς ρυθμό μεταβολής των κερδών)
- ⊙ EV/EG (Αξία της επιχείρησης προς ρυθμό μεταβολής των κερδών)



ΚΛΑΔΟΙ & ΔΕΙΚΤΕΣ

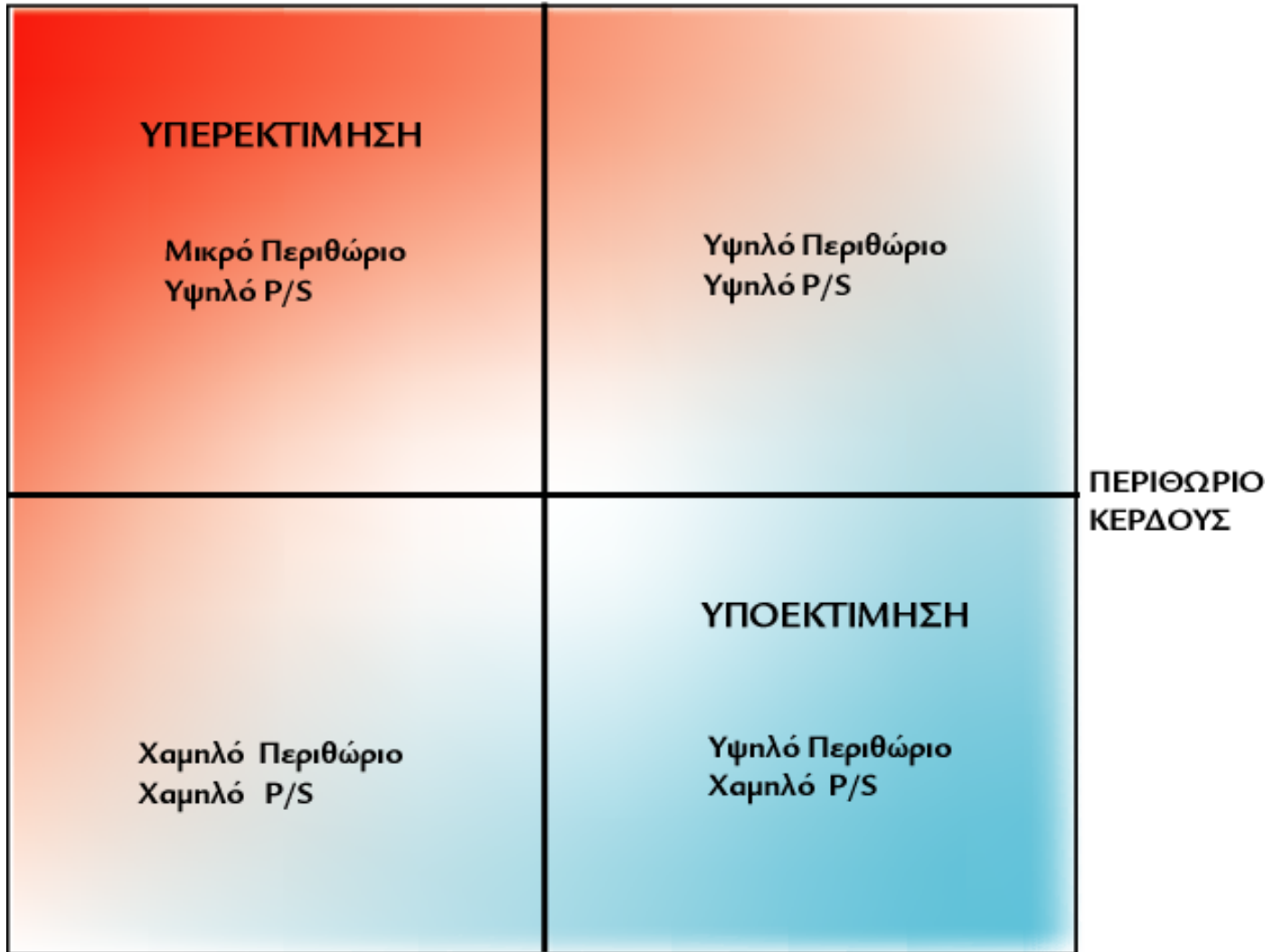
Κλάδος	Υποκλάδος	Περισσότερο χρησιμοποιούμενοι δείκτες
Αυτοκινητοβιομηχανία	Κατασκευαστές	P/S
	Ανταλλακτικά	P/CE relative and P/S
Τράπεζες		P/BV
Βασικά υλικά	Χαρτί	P/BV
	Χημικά	EV/EBITDA, EV/S, P/CE
	Μέταλλα και Ορυχεία	P/LFCF and EV/EBITDA
Κατασκευές		P/LFCF, EV/FCF, PER and EV/EBITDA
Υπηρεσίες		EV/EBITDA, ROCE, P/LFCF, PER and PER to growth
Κεφαλαιουχικά αγαθά	Μηχανές	PER, EV/EBITDA and EV/S
	Άμυνα	PER, EV/EBITDA and EV/S
Τρόφιμα, Ποτά, Καπνός	Τρόφιμα	EV/EBITDA and EV/CE
	Ζυθοποιίες και καταστήματα πώλησης αλκοολούχων ποτών	ROCE, PER to growth and PER relative
	Αλκοολούχα ποτά	EV/EBITDA
	Καπνός	ROCE
Υγεία		PER, PER relative to S&P and EV/EBITDA
Ασφάλειες		P/AV
Ψυχαγωγία		EV/EBITDA
MME		PER relative and EV/EBITDA
Καύσιμα	Integrated	PER and EV/CE
Ακίνητα		P/FAD, EV/EBITDA and P/NAV
Λιανικό Εμπόριο	Ένδυση	PER relative to market and sector, EV/EBITDA
Παραγωγή αγαθών	Τρόφιμα	PER relative
	Πολυτελή αγαθά	PER, PER to growth, EV/S and EV/E to EBITDA growth
Τεχνολογία	Λογισμικό, εξοπλισμός, ημιαγωγοί	PER and PER relative
Τηλεπικοινωνίες		EV/E to EBITDA growth, EV/S and P/customer
Μεταφορές	Αερομεταφορές	EV/EBITDA
	Οδικές	P/S
Υπηρεσίες κοινής ωφελείας		PER and P/CE

% ΑΝΑΛΥΤΩΝ ΠΟΥ ΧΡΗΣΙΜΟΠΟΙΟΥΝ ΤΗΝ ΜΕΘΟΔΟ





ΑΓΟΡΑΙΑ ΑΞΙΑ
/
ΠΩΛΗΣΕΙΣ





ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗ ΑΞΙΑ

ΘΕΜΙΣΤΟΚΛΗΣ ΛΑΖΑΡΙΔΗΣ
ΑΝΑΠΛΗΡΩΤΗΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΘΕΣΣΑΛΙΑΣ



ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗ ΑΞΙΑ ΩΣ ΜΕΘΟΔΟΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

- Η βασική αρχή είναι ότι προστιθέμενη αξία είναι το υπόλοιπο των καθαρών εσόδων μετά από τους φόρους μείον το κόστος του κεφαλαίου που χρησιμοποιήθηκε για την παραγωγή των εσόδων, δηλ.
 - ⊙ **ΠΟΑ = Μετά από την Φορολογία Λειτουργικά Έσοδα - (Επενδυμένα Κεφάλαια * Στ. Μέσο Κόστος του Κεφαλαίου)**
- Με αυτό τον τρόπο (μέσω του μεσοσταθμικού κόστους κεφαλαίου) λαμβάνονται υπόψη και οι προσδοκίες των επενδυτών, δανειστών, κλπ. για την πορεία της επιχείρησης.
- Ένας εναλλακτικός τρόπος υπολογισμού είναι με τον τύπο:
 - ⊙ **ΠΟΑ = (ROI – WACC) * Επενδυμένο Κεφάλαιο**



ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗ ΑΞΙΑ ΩΣ ΜΕΘΟΔΟΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ (2)

- Η ΠΟΑ είναι ένα χρηματικό ποσό. Η ΠΟΑ μπορεί να είναι θετική, αλλά και αρνητική. Εάν το ποσό αυτό είναι θετικό, η επιχείρηση έχει κερδίσει περισσότερο μετά τη φορολογία λειτουργικό εισόδημα από ότι το κόστος των κεφαλαίων που χρησιμοποιούνται να παραγάγει εκείνο το εισόδημα. Με άλλα λόγια, η επιχείρηση έχει δημιουργήσει πλούτο. Εάν το ποσό της ΠΟΑ είναι αρνητικό, η επιχείρηση καταναλώνει το "κεφάλαιο, παρά δημιουργεί πλούτο. Ο στόχος μιας επιχείρησης είναι να έχει θετική και αυξανόμενη ΠΟΑ.
 - ⊙ **ΠΟΑ** = Μετά από την Φορολογία Λειτουργικά Έσοδα - (Επενδυμένα Κεφάλαια * Στ. Μέσο Κόστος του Κεφαλαίου).
- Η αγοραία αξία της επιχείρησης είναι ίση με:
 - ⊙ **Λογιστική Αξία του μετοχικού κεφαλαίου + Παρούσα Αξία των Μελλοντικών ΠΟΑ**



Αγοραία
Αξία
Μετοχικού
Κεφαλαίου
μίας
Κερδοφόρας
Επιχείρησης

Αγοραία
Υπεραξία
(Premium)

Λογιστική
Αξία
Μετοχικού
Κεφαλαίου

$$\begin{matrix} \text{Έτος 1} & \text{Έτος 2} & \dots & \text{Έτος n} \\ \frac{\text{ΠΟΑ (1)}}{(1+WACC)^1} & + \frac{\text{ΠΟΑ (2)}}{(1+WACC)^2} & + \dots & + \frac{\text{ΠΟΑ (n)}}{(1+WACC)^n} \end{matrix}$$

Αγοραία
Αξία
Μετοχικού
Κεφαλαίου

Λογιστική
Αξία
Μετοχικού
Κεφαλαίου

Λογιστική
Αξία
Μετοχικού
Κεφαλαίου

Αγοραία
Υπεραξία
(Premium)
Μη
Πραγματο-
ποιημένη

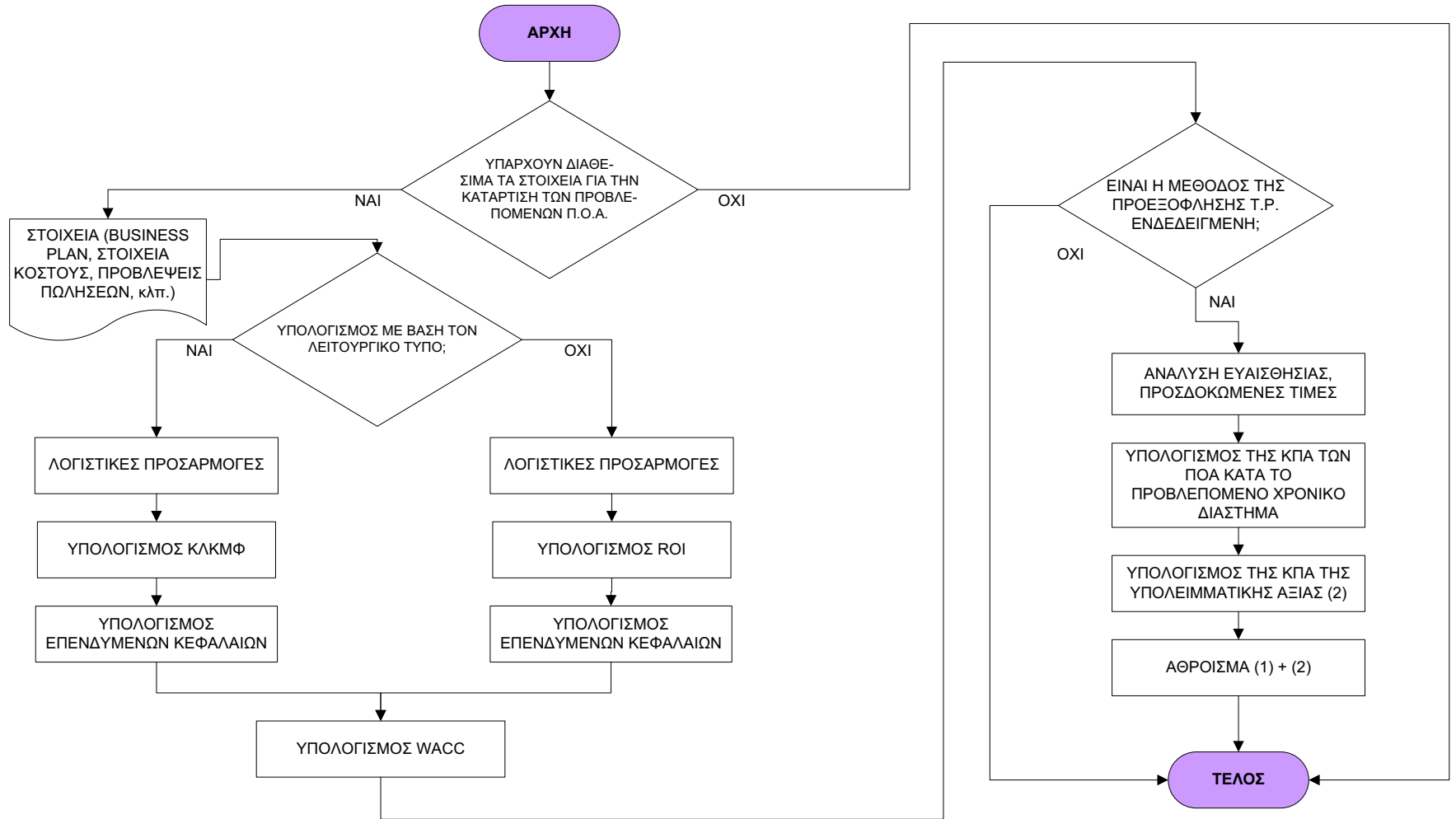
Αγοραία
Αξία
Μετοχικού
Κεφαλαίου
μίας
Ζημιογόνας
Επιχείρησης

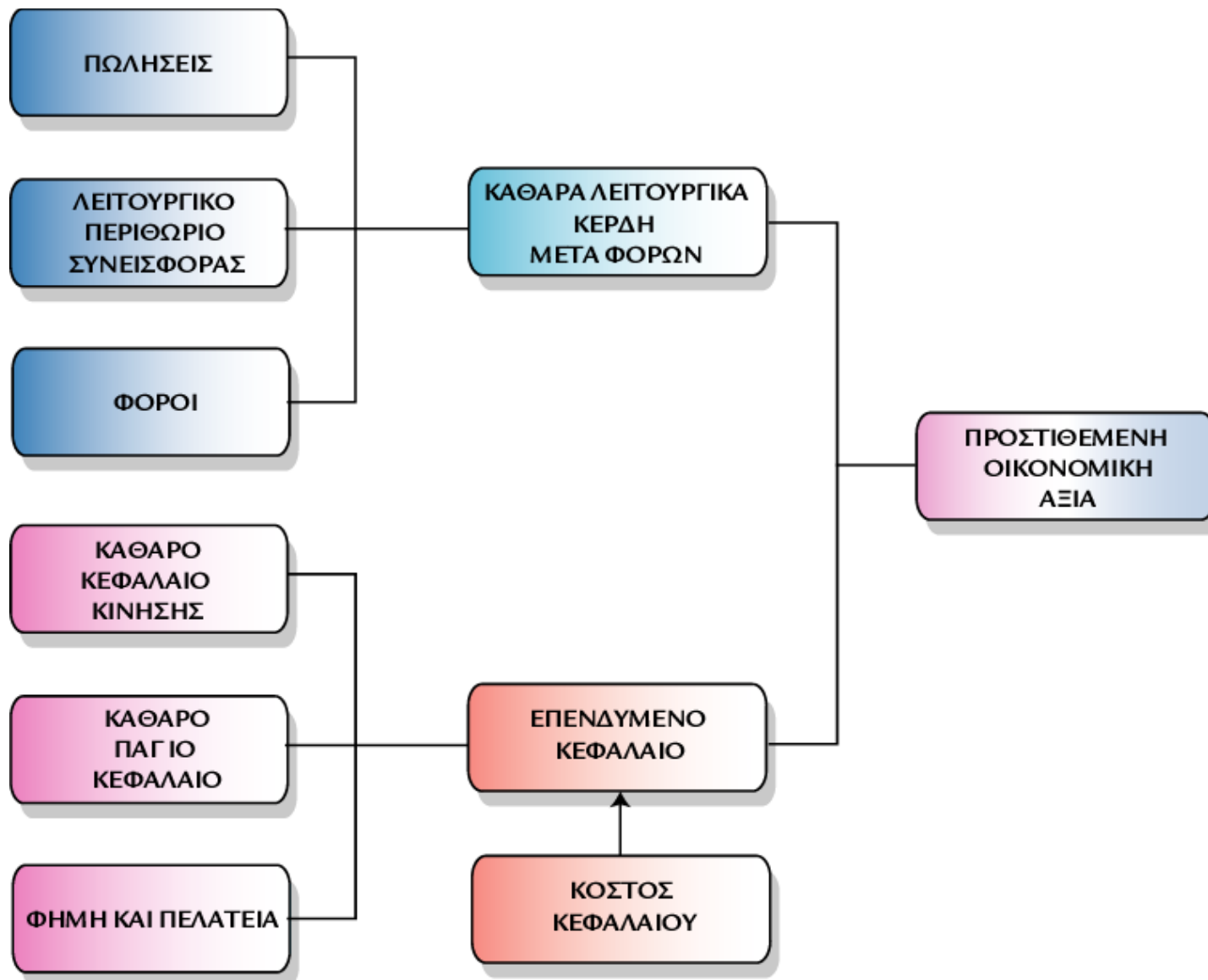
$$\begin{matrix} \text{Έτος 1} & \text{Έτος 2} & \dots & \text{Έτος n} \\ \frac{\text{ΠΟΑ (1)}}{(1+WACC)^1} & + \frac{\text{ΠΟΑ (2)}}{(1+WACC)^2} & + \dots & + \frac{\text{ΠΟΑ (n)}}{(1+WACC)^n} \end{matrix}$$



ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ

- Για τον υπολογισμό της οικονομικής αξίας, μεθοδολογία που αναπτύχθηκε από τον Stern Steward, πρέπει να κάνουμε δεκτές ορισμένες υποθέσεις:
 - ⊙ Βάση της αποτίμησης είναι η σύγκριση με μέτρα αξιολόγησης επενδύσεων. Έτσι στους τύπους που θα παρουσιασθούν παρακάτω εμφανίζονται μέτρα όπως είναι το ROI (Return On Investment), RONA (Return On Net Assets), ROCE (Return On Capital Employed).
 - ⊙ Το επενδυμένο κεφάλαιο της επιχείρησης θεωρείται ότι είναι το σύνολο των ξένων και των ίδιων κεφαλαίων. Ο μελετητής μπορεί, εάν το επιθυμεί, να προχωρήσει στις 164 διαφορετικές αναπροσαρμογές στους λογαριασμούς που προτείνει ο Steward.
 - ⊙ Το risk premium, η επιπλέον απόδοση από το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο που απαιτούν οι μέτοχοι από το χαρτοφυλάκιο της αγοράς (δηλαδή, των επενδύσεων σε σύνολο), υπολογίζεται π.χ. ως η απόδοση ενός κρατικού αξιογράφου.







ΑΝΕΠΑΡΚΕΙΕΣ ΤΗΣ ΠΟΑ

- **Επενδυμένο Κεφάλαιο:** Οι ορισμοί για το επενδυμένο κεφάλαιο και τα καθαρά λειτουργικά κέρδη μετά φόρων δεν είναι τυποποιημένοι. Η χρήση εναλλακτικών ορισμών και επομένως τιμών για αυτά τα χρηματοοικονομικά μεγέθη θα έχει σαν αποτέλεσμα τον υπολογισμό διαφορετικών ΠΟΑ.
- **Κόστος Μετ. Κεφαλαίου:** Το κόστος μετοχικού κεφαλαίου μπορεί να υπολογισθεί με διαφορετικούς τρόπους. Ο υπολογισμός με βάση τον αριθμητικό μέσο μερικών ομοειδών επιχειρήσεων μπορεί να δώσει λανθασμένα αποτελέσματα (ποιες επιχειρήσεις, για ποια έτη και κάτω από ποιες προϋποθέσεις επιλέγονται;) και δεν ελέγχεται έτσι το εναλλακτικό κέρδος ή κόστος συμμετοχής σε άλλες επιχειρήσεις ή κλάδους. Ένας άλλος τρόπος είναι ο υπολογισμός με την χρήση όλων των επιχειρήσεων που είναι εισηγμένες, για μεγάλο χρονικό διάστημα και με διαφορετικό στατιστικό (π.χ. γεωμετρικός μέσος).
- Επιπρόσθετα ο υπολογισμός του beta έχει αντίστοιχα προβλήματα.

ΑΝΕΠΑΡΚΕΙΕΣ ΤΗΣ ΠΟΑ (2)

- Η ΠΟΑ μπορεί να χειραγωγηθεί με την κεφαλαιοποίηση των λογαριασμών που εμφανίζονται στα αποτελέσματα χρήσης. Κάθε λογαριασμός που «μεταφέρεται» στον ισολογισμό, αντί να εμφανίζεται σαν έξοδο στα αποτελέσματα χρήσης (π.χ. έξοδα ίδρυσης και εγκατάστασης, ζημίες από χρεόγραφα, αρνητική αγορασθείσα φήμη και πελατεία, κ.α.), αυξάνει σημαντικά τα λειτουργικά κέρδη. Η «μεταφορά» στον ισολογισμό θα αυξήσει, παράλληλα, τα απασχολούμενα – επενδυμένα κεφάλαια. Η μεταβολή, όμως, της μεταφοράς είναι πολύ μεγαλύτερη στα λειτουργικά κέρδη, από ότι στα επενδυμένα κεφάλαια (λόγω της στάθμισης με το κόστος κεφαλαίου). Οι λογιστικοί και όχι οι οικονομικοί χειρισμοί των οικονομικών.
- Μία από τις μεγαλύτερες επιπτώσεις στην ΠΟΑ έχει η μέθοδος της απόσβεσης που θα χρησιμοποιηθεί. Η χρήση της σταθερής μεθόδου και μάλιστα, όπως συμβαίνει στην Ελλάδα, με υπολογισμό των συντελεστών απόσβεσης από το κράτος και όχι από την ίδια την επιχείρηση με βάση την ωφέλιμη οικονομικά ζωή του παγίου, δεν δίνει σωστά αποτελέσματα. Η χρήση διαφορετικών μεθόδων απόσβεσης αυξάνει ή μειώνει τα επενδυμένα κεφάλαια και αντίστοιχα αυξάνει ή μειώνει τα λειτουργικά κέρδη.
- Μερικές ακόμη ανεπάρκειες ή προβλήματα και προσαρμογές που απαιτούνται για κατά τον υπολογισμό της ΠΟΑ είναι και οι εξής:
- Η ΠΟΑ δεν μετρά τις ταμιακές ροές και χρησιμοποιεί λογιστικά μέτρα, όπως είναι το δεδουλευμένο εισόδημα και συνεπώς είναι επιρρεπής στην χειραγωγή των αποτελεσμάτων.
- Οι διαχειριστές – επαγγελματικά στελέχη των επιχειρήσεων θα μπορούσαν να μην κάνουν μακροπρόθεσμο σχεδιασμό γιατί οι αμοιβές είναι συνδεδεμένες με την βραχυχρόνια μεταβολή της ΠΟΑ.

ΑΝΕΠΑΡΚΕΙΕΣ ΤΗΣ ΠΟΑ (3)

- Η φήμη και πελατεία θα πρέπει να κεφαλαιοποιείται και να αποσβένεται κανονικά. Εάν η φήμη και πελατεία μειώνει την φορολογητέα βάση, τότε θα πρέπει να η προσαρμογή του ενεργητικού να γίνει με το ποσό που αντιστοιχεί μετά από την αφαίρεση των φόρων. Η προσαρμογή και αναγνώριση της μη επιμετρημένης (μέσω μίας εξαγοράς – συγχώνευσης) φήμης και πελατείας μπορεί να γίνει. Το πρόβλημα είναι ο τρόπος της επιμέτρησης της φήμης και πελατείας εξ' αρχής. Η αγοραία αξία της, όπως αυτή προκύπτει ως υπολειμματικό μέγεθος του ποσού της εξαγοράς – συγχώνευσης από την λογιστική αξία της επιχείρησης, έχει τα μειονεκτήματα που αναφέρονται στην αποτίμηση στοιχείων που στηρίζονται αποκλειστικά στον μηχανισμό διαμόρφωσης αξιών από την αγορά (κεφαλαιαγορά).
- Η ΠΟΑ απαιτεί (με βάση τον εμπνευστή της Stern Steward) να κεφαλαιοποιούνται οι δαπάνες έρευνας και ανάπτυξης. Οι διαχειριστές – επαγγελματικά στελέχη των επιχειρήσεων έχουν αυτή την τάση για να αυξήσουν τα βραχυχρόνια έσοδά τους. Τα ΔΠΧΑ (ΔΠΧΑ 38), όμως, επιβάλλουν μία εντελώς διαφορετική λογιστική προσέγγιση των δαπανών έρευνας και ανάπτυξης (τα έξοδα έρευνας μεταφέρονται απευθείας στα αποτελέσματα χρήσης, ενώ τα έξοδα ανάπτυξης κεφαλαιοποιούνται μόνο εάν ισχύουν οι προϋποθέσεις που ορίζει το πρότυπο).
- Η αναγνώριση των ενδεχόμενων υποχρεώσεων ή απαιτήσεων. Το λογιστικό πλαίσιο (ΓΛΣ, ΚΒΣ) υποθέτει ότι οι υποχρεώσεις και απαιτήσεις αναγνωρίζονται μόνο εάν η βεβαιότητα είναι πλήρης ή περατωθεί η συναλλαγή. Τα ΔΠΧΑ, από την άλλη έχουν μία εντελώς διαφορετική προσέγγιση των στοιχείων αυτών



ΑΝΕΠΑΡΚΕΙΕΣ ΤΗΣ ΠΟΑ (4)

- Οι μεταβολές στην μέθοδο αποτίμησης των αποθεμάτων (π.χ. από την FIFO σε LIFO) ή στην λογιστική απεικόνιση των αναβαλλόμενων φόρων έχουν σημαντική επίδραση στα λειτουργικά κέρδη και τα επενδυμένα κεφάλαια και συνεπώς στην ΠΟΑ.
- Η ΠΟΑ επιτρέπει την χρήση μεταβατικών λογαριασμών με αποτέλεσμα την αλλοίωση (αρχή του δεδουλευμένου) των λειτουργικών κερδών.
- Η ΠΟΑ χειρίζεται μεροληπτικά τις νέες επενδύσεις, γιατί οι αυξημένες επενδύσεις των πρώτων χρήσεων μειώνει σημαντικά την ΠΟΑ, εκτός από τις περιπτώσεις που η απόδοση των επενδύσεων είναι πολύ υψηλή από τις πρώτες χρήσεις.
- Η ΠΟΑ δεν μετρά την αποδοτικότητα των πόρων που χρησιμοποιούνται για την παραγωγή αξίας.
- Η χρήση της ΠΟΑ για την μέτρηση της αξίας επιχειρηματικών μονάδων (business units) ή τμημάτων μπορεί να γίνει μόνο με την χρήση διαφορετικών συντελεστών κινδύνου και κόστους κεφαλαίου.
- Η ΠΟΑ είναι μεροληπτική έναντι των επιχειρήσεων που είναι εντάσεως κεφαλαίου (λόγω του υψηλού επιπέδου των απασχολούμενων – επενδυμένων κεφαλαίων, των υψηλών αποσβέσεων, κλπ.) καθώς και των βιομηχανικών επιχειρήσεων που βρίσκονται στο στάδιο της ωρίμανσης στον επιχειρησιακό κύκλο και στον κύκλο ζωής προϊόντος.



ΤΡΟΠΟΙ ΒΕΛΤΙΩΣΗΣ ΤΗΣ ΠΟΑ

- Επιλογή των επενδυτικών ευκαιριών που αποδίδουν περισσότερο από το κόστος κεφαλαίου.
- Αύξηση της αποδοτικότητας και συνεπακόλουθα αύξηση των λειτουργικών κερδών, χωρίς προηγούμενη αύξηση των κεφαλαίων.
- Από την υπάρχουσα δραστηριότητα επιλέγονται οι δραστηριότητες που δεν αποδίδουν και τα στοιχεία ενεργητικού που απασχολούνται σε αυτές μεταβιβάζονται σε άλλες επιχειρήσεις (πώληση).
- Μείωση των μη απασχολούμενων κεφαλαίων.



ΣΥΝΟΠΤΙΚΟ ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ ΕΚΘΕΣΗΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

ΘΕΜΙΣΤΟΚΛΗΣ ΛΑΖΑΡΙΔΗΣ
ΑΝΑΠΛΗΡΩΤΗΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΘΕΣΣΑΛΙΑΣ



Η ΕΤΑΙΡΕΙΑ

- Η Εταιρεία κατατάσσεται ως προς τον τομέα της κύριας δραστηριότητάς της, σύμφωνα με την Στατιστική Ταξινόμηση των Κλάδων Οικονομικής Δραστηριότητας (ΣΤΑΚΟΔ-03) της ΕΣΥΕ στις εξής κατηγορίες: ΚΩΔ. 514.9 «Χονδρικό εμπόριο συσκευών άλλων ειδών οικιακής χρήσης» ποσού € 2.793.139,02.



ΧΡΗΣΙΜΟΠΟΙΟΥΜΕΝΟΙ ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ	ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ
Μέθοδος των προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών (DCF)	Προβλεπόμενες Οικονομικές Καταστάσεις 5ετίας 2004-2008
Μέθοδος της Καθαρής περιουσιακής θέσης	Αναπροσαρμοσμένα Ίδια Κεφάλαια της εταιρείας την 31/12/2003, με βάση τις παρατηρήσεις του πιστοποιητικού του Ορκωτού Ελεγκτή Λογιστή την ίδια ημερομηνία.



ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Κόστος δανειακών Κεφαλαίων		4,00%
Απόδοση 10 ετών Ομολόγων Ελληνικού Δημοσίου	4,60%	
Απόδοση επιχειρηματικού κινδύνου (Market Risk Premium)	6,0%	
Συντελεστής κινδύνου εταιρείας (Beta) (έχει ληφθεί της jumbo)	1,031	
Κόστος ιδίων κεφαλαίων		10,79%
δανειακά κεφάλαια / (ιδία+δανειακά κεφάλαια) 2003	54,69%	
Ίδια Κεφάλαια / (ιδία + δανειακά κεφάλαια) 2003	45,31%	
Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (ΜΣΚΚ)		6,31%



ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ	THEMIS A.E
Μέθοδος των προεξοφλημένων ταμειακών ρών	85%
Μέθοδος της Καθαρής περιουσιακής θέσης	15%

ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ	ΑΞΙΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ	ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΕΣ ΣΤΑΘΜΙΣΗΣ	ΣΤΑΘΜΙΣΜΕΝΗ ΑΞΙΑ	ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗ +/- 5%	
				ΑΝΩΤΑΤΗ	ΚΑΤΩΤΑΤΗ
Μέθοδος των προεξοφλημένων ταμειακών ρών	1.456.199	85%	1.237.769		
Μέθοδος της καθαρής θέσης	304.839	15%	45.726		
ΣΥΝΟΛΟ		100%	1.283.495	1.347.670	1.219.320



ΠΑΡΑΔΟΧΕΣ

- Για την εφαρμογή της μεθόδου των προεξοφλημένων Ταμιακών Ροών στηριχθήκαμε σε προβλέψεις και παραδοχές οικονομικών στοιχείων που μας δόθηκαν από τη διοίκηση της εταιρείας. Με βάση αυτές τις παραδοχές συντάχθηκαν οι προβλεπόμενες οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας.
- Για τον προσδιορισμό της πραγματικής καθαρής θέσης δεν διενεργήσαμε έλεγχο στα βιβλία της εταιρείας, αλλά θεωρήσαμε την Καθαρή Λογιστική Θέση (Ίδια Κεφάλαια) της εταιρείας στις 31.12.2003 σύμφωνα με τα στοιχεία που μας δόθηκαν από την Διοίκηση της εταιρείας αναπροσαρμοσμένη με τις παρατηρήσεις του πιστοποιητικού του Ορκωτού Ελεγκτή Λογιστή της εταιρείας.

- Αδέσμευτες Ταμειακές Ροές (Free cash flows) = Λειτουργικά κέρδη μετά από τον φόρο + Αποσβέσεις– Επενδύσεις σε πάγια στοιχεία – Μεταβολή στο Κεφάλαιο Κίνησης

Αδέσμευτες Ταμειακές Ροές	26.520,58	132.236,76	181.181,76	88.968,35	74.878,46
Συντελεστής Προεξόφλησης	0,941	0,88	0,83	0,78	0,74
Παρούσα Αξία Ταμειακών Ροών	24.946,63	117.006,51	150.799,96	69.654,82	55.144,41
Αρχικά Διαθέσιμα	9.240,58	35.761,16	167.997,92	349.179,68	438.148,02
Τελικά Διαθέσιμα	35.761,16	167.997,92	349.179,68	438.148,02	513.026,48
Μεταβολή Στα Διαθέσιμα	26.520,58	132.236,76	181.181,76	88.968,34	74.878,46

Σύνολο Παρούσας Αξίας Μελλοντικών ταμειακών ροών (1)	417.552,33
Υπολειμματική Αξία	1.410.337,73
Παρούσα αξία υπολειμματικής αξίας (2)	1.038.646,36
Αξία Εταιρείας (1) + (2)	1.456.198,69



ΚΑΘΑΡΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΗ ΘΕΣΗ

Μέθοδος της Καθαρής Περιουσιακής Θέσης	
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΤΗΣ 31/12/2003	322.406,58
Μείον: αναμορφώσεις	
Πρόβλεψη αποζημίωσης προσωπικού	4.845,00
Επιταγές σε καθυστέρηση	12.722,77
Καθαρή Θέση σύμφωνα με ισολογισμό 31/12/2003	304.838,81



ΑΝΑΛΥΤΙΚΟ ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ ΚΑΘΑΡΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΗΣ ΘΕΣΗΣ

ΘΕΜΙΣΤΟΚΛΗΣ ΛΑΖΑΡΙΔΗΣ
ΑΝΑΠΛΗΡΩΤΗΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΘΕΣΣΑΛΙΑΣ



ΣΥΝΟΠΤΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΩΝ

Ενεργητικό (σε χιλ. €)	2000	2001	2002
Αναπόσβεστα Έξοδα Εγκαταστάσεως	10.688,19	8.924,43	6.999,03
Αναπόσβεστα Ασώματα Πάγια	0	0	10.794,21
Ενσώματα Πάγια	31.398,39	41.056,49	81.202,29
Μείον: Αποσβέσεις	-7.568,60	-10.057,23	-30.962,02
Αναπόσβεστα Ενσώματα Πάγια	23.829,79	30.999,27	50.240,27
Σύνολο Ακίνητοποιήσεων	23.829,79	30.999,27	50.240,27
Συμμετοχές σε Συνδεδεμένες & Λοιπές Επιχειρήσεις	19.231,11	45.484,96	24.928,94
Λοιπές Μακροπρόθεσμες Απαιτήσεις	689,66	713,13	172,03
Κυκλοφορούν Ενεργητικό	102.456,35	92.648,57	125.012,44
Μεταβατικοί Λογαριασμοί Ενεργητικού	44,02	581,07	1.408,48
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	156.936,17	179.354,37	208.778,43
Παθητικό (σε χιλ. €)	2000	2001	2002
Ίδια Κεφάλαια	132.780,63	133.669,85	128.487,95
Προβλέψεις	824,65	918,56	1.118,80
Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις	20.947,91	43.674,25	77.978,03
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	0	0	99,10
Σύνολο Υποχρεώσεων	20.947,91	43.674,25	78.077,13
Μεταβατικοί Λογαριασμοί Παθητικού	2.385,91	1.094,64	1.094,55
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	156.936,17	179.354,37	208.778,43



ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

Ιδία Κεφάλαια & Λογιστική Αξία Μετοχής	31/12/2002
Αριθμός Μετοχών	34.334.677
Ονομαστική Αξία Μετοχής	0,65
Μετοχικό Κεφάλαιο	22.317.540,05
Διαφορές από Έκδοση Μετοχών υπέρ το Άρτιο	93.793.390,47
Διαφορές αναπροσαρμογής παγίων – Επιχορηγήσεις Επενδύσεων	1.538.189,34
Αποθεματικά Κεφάλαια	6.267.603,41
Αποτελέσματα εις Νέον	4.571.227,90
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων	128.487.951,17
Λογιστική Αξία Μετοχής (€)	3,74



ΠΙΣΤΟΠΟΙΗΤΙΚΟ ΟΡΚΩΤΟΥ

- Ελέγξαμε κατά τις διατάξεις του άρθρου 108 του Ν.2190/1920 τον έκτο Ενοποιημένο Ισολογισμό και την Ενοποιημένη Κατάσταση Αποτελεσμάτων, την Ενοποιημένη Κατάσταση Ταμειακών Ροών καθώς και το σχετικό Προσάρτημα, της Ανώνυμης Εταιρίας "ΚΑΤΑΣΚΕΥΗ Α.Ε." και των θυγατρικών της, για την εταιρική χρήση που έληξε την 31η Δεκεμβρίου 2002. Εφαρμόσαμε τις διαδικασίες που κρίναμε κατάλληλες για το σκοπό του ελέγχου μας, οι οποίες είναι σύμφωνες με τις αρχές και κανόνες ελεγκτικής που ακολουθεί το Σώμα Ορκωτών Ελεγκτών-Λογιστών και επαληθεύσαμε τη συμφωνία του περιεχομένου της ενοποιημένης Εκθέσεως Διαχειρίσεως με τις παραπάνω ενοποιημένες Οικονομικές Καταστάσεις. Επεκταθήκαμε στον έλεγχο και χορηγήσαμε σχετικό Πιστοποιητικό Ελέγχου μόνο σε μία (1) θυγατρική την "ΔΙΔΥΜΑ Α.Τ.Ε." η οποία αντιπροσωπεύει ποσοστό 2,65% και 3,49 % των ενοποιημένων συνόλων ενεργητικού και κύκλου εργασιών. Δεν επεκταθήκαμε στο έλεγχο των οικονομικών καταστάσεων των υπολοίπων επτά (7) θυγατρικών εταιριών που περιλαμβάνονται στην ενοποίηση και αντιπροσωπεύουν ποσοστά 11,40 % και 18,00 % των συνόλων Ενεργητικού και κύκλου Εργασιών αντίστοιχα. Από τις καταστάσεις αυτές οι (2) ελέγχονται από Ορκωτό Ελεγκτή Λογιστή και οι λοιπές έχουν ελεγχθεί από άλλους αναγνωρισμένους ελεγκτές στα πιστοποιητικά ελέγχου των οποίων βασιστήκαμε για να εκφράσουμε τη γνώμη μας που ακολουθεί, στο μέτρο που αυτή σχετίζεται με τα περιλαμβανόμενα στην ενοποίηση κονδύλια των πιο πάνω επιχειρήσεων. Από τον έλεγχό μας προέκυψαν τα εξής:
- Η μητρική εταιρία κάνοντας χρήση των ευνοϊκών διατάξεων του άρθρου 37 του φορολογικού νόμου 2874/2000 επιβάρυνε τα αποτελέσματα της κλειόμενης χρήσεως με το τρίτο 1/5, ήτοι ποσό ευρώ 2.119.269,10 από την συνολική ζημία ύψους ευρώ 10.596.346,00 που προήλθε από την πώληση και αποτίμηση μετοχών και αμοιβαίων μετοχικών κεφαλαίων μέσα στη χρήση 2000. Το υπόλοιπο, (2/5) ήτοι ποσό ευρώ 4.238.539,20 εμφανίζεται στο λογαριασμό "έξοδα εγκαταστάσεως" και θα αποσβεσθεί ισόποσα στις επόμενες δύο χρήσεις, σε αντίθεση με τις οικείες διατάξεις του Κ.Ν. 2190/1920, περί ολοσχερούς αποσβέσεως του συνόλου της ζημίας, σε βάρος των αποτελεσμάτων της χρήσεως 2000.



ΠΙΣΤΟΠΟΙΗΤΙΚΟ ΟΡΚΩΤΟΥ (2)

- Στον λογαριασμό ΓΙΙΙ 1 του Ενεργητικού συμπεριλαμβάνονται και συμμετοχές σε δεκαέξι (16) Ανώνυμες Εταιρίες μη εισηγμένες ύψους ευρώ 12.083.140,42 αποτιμημένες με βάση τις διατάξεις του Π.Δ. 186/92 του ΚΒΣ στην αξία κτήσεως. Από τους πρόσφατα συνταχθέντες ισολογισμούς, και με βάση τους κανόνες αποτίμησης του Κ. Ν.2190/20, κατά την 31/12/2002 θα έπρεπε να υποτιμηθούν κατά €4.811.415,22.
- Στους λογαριασμούς απαιτήσεων ΔΙΙ του Ενεργητικού περιλαμβάνονται και σε καθυστέρηση, πέραν της μίας χρήσεως υπόλοιπα ύψους ευρώ 3.308.000 περίπου. Η σχηματισθείσα έως 31/12/2002 σχετική πρόβλεψη για ενδεχόμενες απώλειες από τη μη είσπραξή τους ανέρχεται στο ποσό των ευρώ 354.757,00. Δεν έχει σχηματισθεί πρόβλεψη εις βάρος των αποτελεσμάτων χρήσεως του ομίλου ισόποση της ανωτέρω διαφοράς ύψους ευρώ 2.953.243,00
- Στο λογαριασμό του Ενεργητικού ΔΙΙΙ περιλαμβάνονται μετοχές εταιριών εισηγμένων στο Χ.Α.Α. καθώς και μερίδια μετοχικών αμοιβαίων κεφαλαίων ύψους ευρώ 10.621.331,49 των οποίων η τρέχουσα αξία 31.12.2002 είναι μικρότερη της αξίας κτήσεως κατά ευρώ 4.963.378,37.
- Κατά τη γνώμη μας αφού ληφθούν υπόψη οι ανωτέρω παρατηρήσεις μας καθώς και οι σημειώσεις του ομίλου υπό τον Ισολογισμό, οι Ενοποιημένες αυτές Οικονομικές Καταστάσεις έχουν καταρτισθεί σύμφωνα με τις διατάξεις του Κωδ. Ν.2190/1920 και απεικονίζουν βάσει των σχετικών διατάξεων που ισχύουν και λογιστικών αρχών και μεθόδων που εφαρμόζει η μητρική εταιρία και οι οποίες έχουν γίνει γενικά παραδεκτές και δεν διαφέρουν από εκείνες που εφαρμόστηκαν στην προηγούμενη χρήση την περιουσιακή διάρθρωση, την χρηματοοικονομική θέση τα αποτελέσματα και τις Ταμιακές Ροές του συνόλου των επιχειρήσεων που περιλαμβάνονται στην ενοποίηση της 31ης Δεκεμβρίου 2002.



ΠΙΣΤΟΠΟΙΗΤΙΚΟ ΟΡΚΩΤΟΥ (3)

■ ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ

- Στην παρούσα ενοποίηση συμπεριλαμβάνεται η εταιρία "ΔΙΔΥΜΑ Α.Τ.Ε.", "ΚΟΖΑΝΗ Α.Ε.", "ΚΑΣΤΟΡΙΑ Α.Ε.", "ΠΤΟΛΕΜΑΪΔΑ Α.Τ.Ε.Β.Ε.", "ΘΕΜΙΣ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΗ Α.Τ.Τ.Ε.Ε.", "ΕΒΑ Α.Ε.", "ΦΛΩΡΙΝΑ Α.Ε",
- Με την έκτακτη Γενική Συνέλευση των Μετόχων της 12.07.2002 της μητρικής εταιρείας αποφασίσθηκε η συγχώνευση της Μητρικής Εταιρίας "ΚΑΤΑΣΚΕΥΗ Α.Ε." με απορρόφηση των "ΧΑΡΙΛΑΟΥ Α.Τ.Ε", "ΜΑΚ. Α.Ε.", "Θ. ΛΑΖΑΡΙΔΗΣ Α.Τ.Ε.", "ΧΑΤΖΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.", "ΚΑΤΑΔΟΜΗ Α.Τ.Ε.", " ΠΕΤΡΙΔΗΣ Ε.Π.Ε.". Το μετοχικό κεφάλαιο της μητρικής εταιρείας αυξήθηκε κατά το ποσό των 3.503.900,00 ευρώ από το μετοχικό κεφάλαιο της ΧΑΡΙΛΑΟΥ Α.Τ.Ε. και κατά το ποσό των 273.640,05 € από ισόπωση κεφαλαιοποίηση του λογαριασμού «διαφορά εκδόσεως υπέρ το άρτιο» με αύξηση της ονομαστικής τιμής της μετοχής από 0,60 € σε 0,65 και έκδοση 3.434.677 νέων μετοχών. Η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου εγκρίθηκε από το Διοικητικό Συμβούλιο του Χ.Α.Α. και πιστοποιήθηκε από το Διοικητικό Συμβούλιο της Εταιρείας στις 10.09.2002, οι νέες μετοχές που προέκυψαν από την συγκεκριμένη αύξηση εισήχθησαν προς διαπραγμάτευση στο Χ.Α.Α. στις 16.09.2002.
- Σύμφωνα με την διευκρινιστική εγκύκλιο 1021577/10206/Β0012/ ΠΟΛ.1038/5.3.2003 του άρθρου 29 του νόμου 3091/2002 (ΦΕΚ 330/24.12.2002) το Δ.Σ. της εταιρίας έλαβε την απόφαση να συμψηφίσει το 50% της ζημίας των 21.588.423,40 € που προήλθε από την απορρόφηση εταιριών (βλ. σημ. 1) με το αποθεματικό "Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο" όπως ορίζει ρητά η παρ.1 του άρθρου 29 στην ερμηνευτική εγκύκλιο του Υπ. Οικονομικών. Το υπόλοιπο 50% (10.794.211,70 €) θα αποσβεσθεί με τον ίδιο τρόπο την επόμενη χρήση.
- Το σύνολο των επενδύσεων σε πάγια στοιχεία το διάστημα 01.01.2001-31.12.2002 ανέρχεται στο ποσό των € 7.830.129,71



ΠΙΣΤΟΠΟΙΗΤΙΚΟ ΟΡΚΩΤΟΥ (4)

- Επί των παγίων της μητρικής εταιρίας υφίστανται εμπράγματα ασφάλειες (υποθήκες) ύψους €2.934.710,00 προς εξασφάλιση τραπεζικών χρηματοδοτήσεων. Επίσης επί των ακινήτων δύο (2) θυγατρικών εταιριών υφίστανται εμπράγματα ασφάλειες (προσημειώσεις) ύψους € 12.107.043,00 για εξασφάλιση τραπεζικών δανείων.
- λογαριασμός του Ενεργητικού ΓΙΙ 2 αφορά την αξία συμμετοχής του Ομίλου σε Κοινοπραξίες Κατασκευής Έργων, οι οποίες δεν ελέγχονται από Ορκωτούς Ελεγκτές Λογιστές.
- Στο υπόλοιπο του λογαριασμού ΔΙΙ 5α περιλαμβάνονται και οι απαιτήσεις του Ομίλου από τις Κοινοπραξίες στις οποίες συμμετέχει, οι οποίες προέρχονται από κέρδη της παρούσης και προηγούμενων χρήσεων.
- Το υπόλοιπο του λογαριασμού ΔΙ 3 αφορά εκτελεσθείσες εργασίες που πραγματοποιήθηκαν σε υπό κατασκευή έργα, οι οποίες έως 31.12.2002 δεν είχαν πιστοποιηθεί.
- Ο λογαριασμός των Αποτελεσμάτων Χρήσεως Έσοδα Συμμετοχών αφορά κυρίως κέρδη από συμμετοχή σε Κοινοπραξίες κυρίως, πριν την αφαίρεση του αναλογούντος φόρου εισοδήματος.
- Οι βασικές λογιστικές αρχές που τηρήθηκαν, είναι όμοιες με αυτές της προηγούμενης χρήσης.
- Δεν υφίστανται κατά της εταιρίας επίδικες υποθέσεις ή υπό διαιτησία διαφορές, ούτε αποφάσεις δικαστικών ή διοικητικών οργάνων που να ασκούν σημαντική επίπτωση στην οικονομική κατάσταση ή λειτουργία της εταιρίας.
- Το απασχολούμενο προσωπικό στις 31.12.2002 ανέρχονταν σε 1.112 άτομα.
- Η τελευταία αναπροσαρμογή επί των παγίων περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας έγινε στις 31.12.2000 με βάση τις διατάξεις του Ν.2065/929.
- Γνωστοποιείται σύμφωνα με την απόφαση του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών 34/5.11.1999 ότι, από την αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου της εταιρίας με καταβολή μετρητών και την έκδοση 15.450.000 κοινών ονομαστικών μετοχών ονομαστικής αξίας € 0,59 και τιμή διάθεσης € 6,46 έκαστη, η οποία αποφασίστηκε από την Έκτακτη Γενική Συνέλευση των Μετόχων της 17.09.1999, εγκρίθηκε από το Διοικητικό Συμβούλιο του Χ.Α.Α. και πιστοποιήθηκε από το Διοικητικό Συμβούλιο της Εταιρίας στις 28.12.1999, το δικαίωμα προτίμησης ασκήθηκε από 19.11.1999 έως 20.12.1999 και οι νέες μετοχές που προέκυψαν από τη συγκεκριμένη αύξηση εισήχθησαν προς διαπραγμάτευση στο Χ.Α.Α. στις 25.1.2000. Απο την αύξηση αντλήθηκε το καθαρό ποσό των € 98.799.331,00 (συνολικά € 99.750.550,00 μείον έξοδα έκδοσης € 951.219,00), το οποίο σύμφωνα με τα αναφερόμενα στο Ενημερωτικό και την απόφαση της έκτακτης Γενικής Συνέλευσης την 25-11-2002 πρέπει να επενδυθεί έως το 2003.



ΔΙΟΡΘΩΣΕΙΣ ΤΗΣ ΚΑΘΑΡΗΣ ΠΕΡ. ΘΕΣΗΣ

Α/Α	ΣΗΜΕΙΩΣΗ - ΠΙΣΤΟΠΟΙΗΤΙΚΟ	ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗ
ΠΙΣΤΟΠΟΙΗΤΙΚΟ ΟΡΚΩΤΟΥ		
1	Έξοδα Εγκατάστασης – Πώλησης τίτλων (2/5) – 4.238.539,20 €	Θα πρέπει να αποσβεσθούν άμεσα στην χρήση και όχι μέσα στις επόμενες 2 χρήσεις (ΔΠΧΑ 32, 39)
2	Συμμετοχές	Με βάση το ΔΠΧΑ 31 θα έπρεπε να χρησιμοποιηθεί η equity method για την αποτίμηση των συμμετοχών. Στην περίπτωση αυτή μπορεί να γίνει δεκτή η άμεση μείωση των κερδών και των ιδίων κεφαλαίων κατά 4.811.415,22€
3	Προβλέψεις	Με βάση το ΔΠΧΑ 37 θα έπρεπε η εταιρία να σχηματίσει πολιτική προβλέψεων και στην συνέχεια να κάνει μία ειδική πρόβλεψη επισφαλή πελάτη, δηλ. να μειώσει τα κέρδη κατά το υπόλοιπο του ποσού (2.953.243€)
4	Χαρτοφυλάκιο αξιογράφων	Η ζημία αποτίμησης του χαρτοφυλακίου αξιογράφων με βάση το ΔΠΧΑ 32, 39 θα πρέπει να επιβαρύνει αντίστοιχα τα κέρδη της χρήσης και συνεπώς τα ίδια κεφάλαια με το ποσό των 4.963.378,37€



ΔΙΟΡΘΩΣΕΙΣ ΤΗΣ ΚΑΘΑΡΗΣ ΠΕΡ. ΘΕΣΗΣ (2)

ΣΗΜΕΙΩΣΗ		
3	Ζημία από απορρόφηση	Το υπόλοιπο των ζημιών (50%) που δεν έχει αποσβεσθεί δηλ. 10.794.211,7€ θα πρέπει να μειώσουν αντίστοιχα τα ίδια κεφάλαια
5	Υποθήκες	Δεν γίνεται καμία πρόβλεψη για τον κίνδυνο ότι η εταιρία δεν θα μπορέσει να εξυπηρετήσει τα δάνεια αυτά και επομένως θα τεθούν σε κίνδυνο πάγια ή κινητά περιουσιακά στοιχεία της εταιρίας που κατατέθηκαν ως εγγύηση για την λήψη των δανείων.
6	Μη ελεγχόμενες κοινοπραξίες	Δεν υπάρχει κανένας έλεγχος του κατά πόσον το ποσό των 933.807,12€ ανταποκρίνεται στην αλήθεια ή όχι
7	Απαιτήσεις από κοινοπραξίες	Το περίεργο στην σημείωση αυτή αναφέρεται ότι οι απαιτήσεις αυτές αφορούν και προηγούμενες χρήσεις. Δεν γίνεται, όμως, καμία πρόβλεψη για επισφαλείς πελάτες. Το ύψος του ποσού (αντιστοιχεί στο 40% των αρχικών ιδίων κεφαλαίων και το 20% του συνόλου του ενεργητικού) επιβάλλει τον σχηματισμό προβλέψεων. Μία λογική πρόβλεψη θα ήταν 15-20% του αρχικού ποσού δηλ. 9.027.412,7€



ΔΙΟΡΘΩΣΕΙΣ ΤΗΣ ΚΑΘΑΡΗΣ ΠΕΡ. ΘΕΣΗΣ (4)

- Μερικές ακόμη σημειώσεις επί των λογιστικών καταστάσεων που θα μπορούσαν να γίνουν είναι οι εξής:
- Το ποσό των 8.515.663€ που αναφέρεται στον λογαριασμό των Εξόδων Εγκατάστασης θα πρέπει να αφαιρεθεί άμεσα από τον υπολογισμό των ιδίων κεφαλαίων.
- Ο μακροχρόνιος δανεισμός είναι μηδενικός, ενώ ο βραχυχρόνιος δανεισμός τείνει να διπλασιάζεται χρόνο με το χρόνο. Η οικονομική διεύθυνση θα πρέπει να αποζητήσει ευνοϊκότερους όρους για την εξυπηρέτηση των δανείων της και την μετατροπή του «λιμνάζοντος» βραχυχρόνιου δανεισμού σε μακροχρόνιο (με φυσικά μικρότερο επιτόκιο και καλύτερους όρους εξυπηρέτησης για την εταιρεία). Είναι χαρακτηριστικό ότι οι ο βραχυχρόνιος δανεισμός αποτελεί το ένα τρίτο του παθητικού της εταιρίας. Επιπλέον δεν σχηματίζεται καμία πρόβλεψη για την μη εξυπηρέτηση των δανείων, ενώ οι μόνες υποθήκες που αναφέρονται αντιστοιχούν στο ποσό των 21 εκ. € περίπου!!!. Θα έπρεπε, συνεπώς να σχηματισθεί πρόβλεψη απαίτησης του συνόλου των βραχυπρόθεσμων δανειακών κεφαλαίων από τις τράπεζες.



ΔΙΟΡΘΩΣΕΙΣ ΤΗΣ ΚΑΘΑΡΗΣ ΠΕΡ. ΘΕΣΗΣ (4)

- Από τα ίδια κεφάλαια θα πρέπει να αφαιρεθούν και οι ζημίες της χρήσης (14.199.084€)
- Τα αποθεματικά κεφάλαια δεν επαρκούν για την αναπροσαρμογή των ιδίων κεφαλαίων.
- Οι συνολικές προβλέψεις για όλους τους άλλους κινδύνους, πλην της αποζημίωσης των υπαλλήλων της εταιρίας είναι μόλις 590.646€.
- Δεν έχει γίνει καμία προσαρμογή των λογιστικών – φορολογικών αποσβέσεων σε σχέση με τις πραγματικές (πραγματική οικονομική ζωή των παγίων στοιχείων ενεργητικού της εταιρίας). Στην περίπτωση αυτή δεν ήταν δυνατός αυτός ο έλεγχος γιατί θα έπρεπε να υπάρχει έλεγχος ανά κύριο πάγιο ή κατηγορία παγίων. Παρόλα αυτά παρατίθεται ο πίνακας των παγίων στοιχείων ενεργητικού, έτσι ώστε ο αναγνώστης να μπορεί να κάνει τις αντίστοιχες προσαρμογές.
- Η εταιρία παρουσιάζει σημαντικό ποσό αποθεμάτων (22 εκ. €). Το ποσό αυτό αντιπροσωπεύει το 10% του συνόλου του ενεργητικού και το 20% του κυκλοφοριακού ενεργητικού. Δεν υπάρχει καμία σημείωση – παρατήρηση ή ένδειξη για την πραγματική αξία των αποθεμάτων αυτών.



ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

- Από την αφαίρεση των αρχικών ιδίων κεφαλαίων του παραπάνω ποσού προκύπτει ότι τα ίδια κεφάλαια είναι πλέον της τάξης **67.460.550,86 €**, δηλαδή μειώνονται στο **52,5% των αρχικών**.

A/A	ΠΟΣΟ
1	4.238.539,20
2	4.811.415,22
3	2.953.243,00
4	4.963.378,37
5	10.794.211,70
6	933.807,12
7	9.027.412,70
8	14.199.084,00
9	590.646,00
10	8.515.663
ΣΥΝΟΛΟ	61.027.400,31



ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ (2)

- Η εφαρμογή της μεθόδου οδηγεί στο συμπέρασμα ότι οι οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας παρουσιάζουν μία εικόνα που, είναι μεν νομότυπη, αλλά δεν αντιστοιχεί στην σωστή και δίκαιη αξία της εταιρείας. Η προσαρμογή των ιδίων κεφαλαίων οδήγησε στον σημαντικό περιορισμό των ιδίων κεφαλαίων (κατά 50% περίπου). Το ποσοστό αυτό είναι πολύ μεγάλο και θα πρέπει να ανησυχήσει τους μετόχους της.
- Η μείωση της αξίας των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας την κάνει λιγότερη ελκυστική σε δυνητικούς επενδυτές και περιορίζει σημαντικά την δυνατότητά της να δανειστεί ή να επεκτείνει τις δραστηριότητές της. Σημαντικό στοιχείο, είναι συνεπώς, η στρατηγική που έχει χαράξει η εταιρεία και η μελέτη του παρόντος σταδίου ανάπτυξής της.



ΤΕΛΟΣ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗΣ

ΘΕΜΙΣΤΟΚΛΗΣ ΛΑΖΑΡΙΔΗΣ
ΑΝΑΠΛΗΡΩΤΗΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΘΕΣΣΑΛΙΑΣ