



ΣΧΟΛΗ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ

Διπλωματική Εργασία

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΗΣ ΕΙΣΗΓΜΕΝΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ
«ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε.»



της

ΣΟΦΙΑΣ ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΙΔΟΥ

Επιβλέπων Καθηγητής: Παπαδόπουλος Συμεών

Υποβλήθηκε ως απαιτούμενο για την απόκτηση του Μεταπτυχιακού Διπλώματος στη
Λογιστική και Χρηματοοικονομική

Σεπτέμβριος 2019

Ευχαριστίες

Θα ήθελα να απευθύνω ιδιαίτερες ευχαριστίες στον επιβλέποντα καθηγητή μου κύριο Συμεών Παπαδόπουλο, που στάθηκε αρωγός και σύμβουλος καθ' όλη την διάρκεια τόσο της εκπόνησης της διπλωματικής εργασίας όσο και του ακαδημαϊκού έτους για την πολύτιμη καθοδήγηση και συνεργασία που μου παρείχε. Επίσης, θα ήθελα να ευχαριστήσω όλο το ακαδημαϊκό προσωπικό του Πανεπιστημίου για την συνεργασία και παροχή γνώσεων κατά τη διάρκεια του μεταπτυχιακού προγράμματος και κυρίως την οικογένεια μου που στάθηκε υποστηρικτής και αρωγός σε αυτήν μου την προσπάθεια.

ABSTRACT

The major purpose of this work is the presentation of the method and methodology followed during the process of evaluating business entities.

Before proceeding to the analysis, the conceptual and the approach of the term “valuation process”, both the value of a business and its determinants are conceptually explained. This analysis is carried out in the first chapter of the literature review of this thesis.

In the second chapter, the concept of valuation as well as its importance are presented. In addition, the areas highlighted in the process of evaluating a business unit are mentioned. Furthermore, an analysis of the valuation methods most commonly used in the business world, as well as the ways in which they are calculated and their impacts, including their advantages and disadvantages on the value of the business being studied, are made.

Afterwards, the evaluation of HELLENIC PETROLEUM S.A. is carried out. (ELPE S.A.). In the first part of the presentation of the company some basic historical financial figures are presented, something that will help in the valuation process and will give a first picture of its course and its market position.

Finally, this thesis concludes with not only a justification for the selection and use of the methods used in the evaluation of the above-mentioned company, but also with the reasons involved and played the main role for using and applying alternative methods and with a presentation and comparison of valuations of oil companies.

Keywords: Valuation, Accounting Value, Added Accounting Value, Financial Analysis, Brokerage, Asset, Liquidity Value, Indicators, Dividends, Shares.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Απώτερος σκοπός της εν λόγω εργασίας είναι η παρουσίαση του τρόπου και της εν γένει μεθοδολογίας και των ακολουθούμενων σταδίων κατά την διάρκεια της διαδικασίας της αποτίμησης των επιχειρηματικών οντοτήτων.

Προτού όμως προβούμε στην ανάλυση και την εννοιολογική και σημασιολογική προσέγγιση του όρου της αποτίμησης, επεξηγείται εννοιολογικά η αξία μίας επιχείρησης, καθώς επίσης και οι προσδιοριστικοί παράγοντες αυτής. Πρόκειται για μία ανάλυση η οποία διενεργείται στα πλαίσια του πρώτου κεφαλαίου της βιβλιογραφικής ανασκόπησης της παρούσας διπλωματικής εργασίας.

Επί του δευτέρου κεφαλαίου αυτής, παρουσιάζεται η έννοια της αποτίμησης καθώς επίσης και η σπουδαιότητα αυτής. Επιπροσθέτως, αναφέρονται τα πεδία επί των οποίων δίνεται έμφαση στα πλαίσια της επιτέλεσης της διαδικασίας ης αποτίμησης μιας επιχειρηματικής μονάδας. Στην συνέχεια, πραγματοποιείται μία ανάλυση των μεθόδων αποτίμησης που χρησιμοποιούνται συχνότερα στον επιχειρηματικό κόσμο, καθώς επίσης και των τρόπων υπολογισμών αλλά και των επιπτώσεών τους, συμπεριλαμβανομένων των πλεονεκτικών και μειονεκτικών στοιχείων τους επί της αξία της εκάστοτε μελετώμενης επιχείρησης.

Εν συνεχεία, πραγματοποιείται η αποτίμηση της εταιρείας ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε. (ΕΛΠΕ). Στο πρώτο μέρος της παρουσίασης της εταιρείας παρουσιάζονται κάποια βασικά ιστορικά οικονομικά μεγέθη της, τα οποία θα βοηθήσουν στην διαδικασία της αποτίμησης και θα δώσουν μία πρώτη εικόνα για την πορεία και την θέση της στην αγορά.

Εν τέλει, η παρούσα διπλωματική εργασία ολοκληρώνεται με την αιτιολόγηση της επιλογής και χρήσης των μεθόδων που εφαρμόστηκαν στην αποτίμηση της ανωτέρω αναφερόμενης εταιρείας, αλλά και των λόγων που παρεμβλήθηκαν και αποτέλεσαν την αιτία χρησιμοποίησης και εφαρμογής εναλλακτικών μεθόδων, καθώς και με την παρουσίαση και σύγκριση των αποτιμήσεων εταιρειών ίδιου κλάδου.

Σημαντικοί Όροι: Αποτίμηση Αξίας, Λογιστική Αξία, Προστιθέμενη Λογιστική Αξία, Χρηματοοικονομική Ανάλυση, Χρηματιστηριακή Τιμή, Περιουσιακή Θέση, Ρευστοποιήσιμη Αξία, Αριθμοδείκτες, Μερίσματα, Μετοχές.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

<i>EYXHAPICTIEC</i>	<i>ii</i>
<i>ABSTRACT</i>	<i>iii</i>
<i>ΠEPIΛHΨH</i>	<i>iv</i>
<i>EICTAΓΩΓH</i>	<i>1</i>
<i>KEΦAΛAIO 1</i>	<i>3</i>
ΓEHIKEC ENNOIEC	<i>3</i>
1.1 Τι είναι η αξία μιας επιχείρησης	<i>3</i>
1.2 Παράγοντες που επηρεάζουν την αξία μίας επιχείρησης.....	<i>5</i>
1.3 Προσδιορισμός της αξίας της επιχείρησης	<i>5</i>
<i>KEΦAΛAIO 2</i>	<i>8</i>
<i>ΑΠΟΤΙΜΗCΗ EΤΑΙPEΙΑC</i>	<i>8</i>
2.1 Εισαγωγή στην έννοια της αποτίμησης.....	<i>8</i>
2.2 Αξία της αποτίμησης.....	<i>9</i>
2.3 Κριτική ανάλυση της αποτίμησης.....	<i>10</i>
2.4 Γενική προσέγγιση της αποτίμησης	<i>12</i>
2.5 Μέθοδοι αποτίμησης εταιρειών	<i>13</i>
<i>KEΦAΛAIO 3</i>	<i>15</i>
<i>ANAYCΗ TΩN MEΘOΔΩN AΠOΤIΜHCΗC</i>	<i>15</i>
3.1 Μέθοδοι βασισμένες στον Ισολογισμό (καθαρή θέση των μετόχων).....	<i>15</i>
3.1.1 Μέθοδος της περιουσιακής θέσης.....	<i>15</i>
3.1.2 Αποτίμηση εταιρείας με βάση την λογιστική αξία	<i>19</i>
3.1.3 Προσαρμοσμένη Λογιστική Αξία (Adjusted value)	<i>20</i>
3.1.4 Ρευστοποιήσιμη Αξία (Liquidation value).....	<i>20</i>
3.1.5 Αποτίμηση με βάση την πραγματική αξία (Substantial value).....	<i>21</i>
3.1.6 Αποτίμηση με βάση την λογιστική και τρέχουσα αξία της μετοχής.....	<i>21</i>

3.2 Μέθοδοι με βάση την κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης (Income statement-based methods).....	22
3.2.1 Η αποδοτικότητα του κεφαλαίου	22
3.2.2 Αριθμοδείκτης τρέχουσα τιμή / κέρδη (P/E) ανά μετοχή	22
3.2.3 Αποτίμηση των κερδών.....	23
3.2.4 Αποτίμηση μερισμάτων	23
3.2.5 Η μέθοδος της προεξόφλησης των μελλοντικών μερισμάτων.....	25
3.2.6 Πολλαπλασιαστές πωλήσεων (Sales multiples).....	26
3.2.7 Άλλοι πολλαπλασιαστές (Other multiples).....	26
3.2.8 Η μέθοδος της χρηματιστηριακής τιμής	27
3.2.9 Η μέθοδος Συνολική Απόδοση Μετόχου (Total Return to Shareholder)	27
3.2.10 Η μέθοδος της επιτροπής κεφαλαιαγοράς.....	28
3.3 Μέθοδοι βασισμένες στην υπεραξία (Goodwill-based methods)	28
3.4 Μέθοδοι ταμειακών ροών	29
3.4.1 Μέθοδος των Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών.....	33
3.4.2. Η ελεύθερη ταμειακή ροή (FCF)	35
3.4.3 Ταμειακές ροές συνολικού κεφαλαίου (Free Cash Flow to Capital or Firm- FCFF)..	36
3.4.4 Ταμειακές ροές Μετοχικού Κεφαλαίου (Free Cash Flow to Equity-FCFE)	36
3.5 Μέθοδοι υπολογισμού των ταμειακών ροών	37
3.6 Μέθοδος της καθαρής περιουσιακής θέσης προσαυξημένης.....	38
3.7 Μέθοδος Προστιθέμενης οικονομικής αξίας	42
3.8 Μέθοδος των Κεφαλαιοποιημένων Οργανικών Κερδών.....	43
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.....	46
ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ.....	46
4.1 Παρουσίαση της εταιρείας	46
4.2 Αποτίμηση της εταιρείας ΕΛ.ΠΕ. Α.Ε. βάσει ταμειακών ροών	48
4.2.1 Κόστος Ίδιων κεφαλαίων	48

4.2.2 Το κόστος των Ξένων Κεφαλαίων	50
4.2.3 Τελικός Υπολογισμός WACC	51
4.2.4 Προσδιορισμός των ταμειακών ροών	52
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5.....	55
ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΙΔΙΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΚΑΙ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΕΩΝ.....	55
5.1 Παρουσίαση της εταιρείας Μότορ Όιλ Ελλάς (Motor Oil Hellas)	55
5.2 Παρουσίαση της εταιρείας Ελίν Όιλ (Elin Oil).....	56
5.3 Σύγκριση της αποτίμησης της ΕΛ.ΠΕ Α.Ε. με τους ανταγωνιστές της	57
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	60
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	66

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ

<i>Πίνακας 1: Απόδοση ομολόγων Γερμανικού και Ελληνικού Δημοσίου, Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδας</i>	<i>49</i>
<i>Πίνακας 2: Μέσο ποσοστό Ξένων Κεφαλαίων, Πηγή: Ίδια επεξεργασία.....</i>	<i>51</i>
<i>Πίνακας 3: Μέσο ποσοστό Ίδιων Κεφαλαίων, Πηγή: Ίδια επεξεργασίαΣφάλμα! Δεν έχει οριστεί σελιδοδείκτης.</i>	
<i>Πίνακας 4: Πρόβλεψη ταμειακών Ροών 2019 - 2028, Πηγή: Ίδια επεξεργασία</i>	<i>54</i>

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

<i>Εικόνα 1: Ισολογισμός μητρικής εταιρείας ΕΛ.ΠΕ. Α.Ε., χρήση 2018.....</i>	<i>62</i>
<i>Εικόνα 2: Κατάσταση αποτελεσμάτων μητρικής εταιρείας ΕΛ.ΠΕ. Α.Ε., χρήση 2018.....</i>	<i>63</i>
<i>Εικόνα 3: Ισολογισμός μητρικής εταιρείας ΕΛ.ΠΕ. Α.Ε., χρήση 2016.....</i>	<i>64</i>
<i>Εικόνα 4: Κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης μητρικής εταιρείας ΕΛ.ΠΕ. Α.Ε., χρήση 2016.....</i>	<i>65</i>

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Αδιαμφισβήτητα, η διαδικασία της αποτίμησης θεωρείται, ειδικότερα στα πλαίσια του σύγχρονου επιχειρηματικού γίγνεσθαι, απαραίτητη και διαδραματίζει πρωταγωνιστικό και αξιοπρόσεκτο ρόλο ιδιαίτερα καθοριστικό στην υποβοήθηση των ηγετικών στελεχών της εκάστοτε επιχειρηματικής οντότητας επί ζητημάτων λήψης στρατηγικής σημασίας αποφάσεων οι οποίες πρόκειται να προασπίσουν και να διασφαλίσουν την μακροβιότητα και ευρυθμία της.

Οι δυσμενείς οικονομικές συνθήκες, η αβεβαιότητα του οικονομικού και πολιτικού περιβάλλοντος, ο έντονος ανταγωνισμός και άλλοι παράγοντες έχουν οδηγήσει την ελληνική οικονομία σε συνεχείς εξαγορές και συγχωνεύσεις εταιρειών. Η ανάγκη, λοιπόν, για την διενέργεια της διαδικασίας της αποτίμησης των εταιρειών καθίσταται ακόμα μεγαλύτερη. Ως απώτερος σκοπός της αποτίμησης είναι η πληροφόρηση των μερών τόσο του εσωτερικού όσο και του εξωτερικού περιβάλλοντος της εκάστοτε μελετώμενης επιχείρησης.

Η αποτίμηση των επιχειρήσεων θεωρείται ως ένα χρήσιμο εργαλείο για τους αναλυτές, τους επενδυτές καθώς επίσης και για τους διοικούντες μιας εταιρείας, τη στιγμή κατά την οποία δύναται να παρέχει σημαντικές πληροφορίες για την εκάστοτε μελετώμενη εταιρεία-στόχο. Τόσο οι αναλυτές όσο και οι επενδυτές δύναται να αξιοποιήσουν την διαδικασία της αποτίμησης και τα αποτελέσματα αυτής προκειμένου να προσδιορίσουν τη πραγματική αξία του μετοχικού κεφαλαίου μίας επιχειρηματικής μονάδας εισηγμένης στο χρηματιστήριο ή μη. Εναλλακτικά, η διοίκηση δύναται να αξιοποιήσει την διαδικασία της αποτίμησης προκειμένου να εκτιμήσει την αξία μιας επιχείρησης ή εναλλακτικά, την αξία κάποιας άλλης ομοειδούς επιχείρησης η οποία δραστηριοποιείται επί του ίδιου κλάδου με την μελετώμενη, και για την οποία υφίσταται και εξετάζεται το σενάριο και η πιθανότητα εξαγοράς και απόκτησής της από τους ίδιους.

Αν μη τι άλλο, η διαδικασία της αποτίμησης στις επιχειρήσεις, κρίνεται ως σύνθετη και πολύπλοκη. Μια επιχείρηση δύναται να χαρακτηριστεί ως μία μηχανή που μετατρέπει μια σειρά εισροών, με την βοήθεια των παραγωγικών συντελεστών, σε εκροές, δηλαδή σε τελικά αγαθά και υπηρεσίες. Ο κλάδος επί του οποίου μία επιχείρηση δραστηριοποιείται, καθώς επίσης και το μέγεθος αυτής, τα περιουσιακά της στοιχεία, οι οικονομικοί της δείκτες, όπως επίσης και τα οικονομικά της αποτελέσματα, αποτελούν παράγοντες οι οποίοι λαμβάνονται

υπόψη και συνυπολογίζονται τόσο εξατομικευμένα όσο και συνδυαστικά, στα πλαίσια των εκάστοτε χρησιμοποιούμενων μεθόδων αποτίμησης, γεγονός το οποίο εντείνει την διαδικαστική τους πολυπλοκότητα και πολυδιάσταση.

Ο αριθμός των μεθόδων που χρησιμοποιούνται για την αποτίμηση των εταιρειών ανέρχεται σε δέκα και κάθε φορά επιλέγεται η καταλληλότερη και βέλτιστη μέθοδος, κατά απόλυτη αναλογία αφενός με το είδος της μελετώμενης επιχείρησης. Εν ολίγοις, καθίσταται απαραίτητη η εφαρμογή και αξιοποίησης διαφορετικής μεθόδου αποτίμησης στην περίπτωση μιας επιχειρηματικής οντότητας η οποία εμφανίζει υψηλά επίπεδα κερδοφορίας και διαφορετική μέθοδο αποτίμησης για μια εταιρεία η οποία εμφανίζει ζημίες. Ωστόσο, πρέπει να τονιστεί ότι η χρήση εναλλακτικών μεθόδων αποτίμησης μας οδηγεί σε περισσότερο ασφαλή συμπεράσματα. Ουσιαστικά, οι διαφορετικές μέθοδοι καταλήγουν σε μεταξύ τους διαφοροποιημένα αποτελέσματα αναφορικά με την αξία της ίδιας εταιρείας. Ως εκ τούτου, κρίνεται απίθανη η υπόσταση μίας συγκεκριμένης μεθόδου αποτίμησης η οποία να θεωρείται ως ιδανική.

Σε κάθε περίπτωση κατά την οποία πραγματοποιείται η αποτίμηση μίας εταιρείας χρησιμοποιούνται και οι κατάλληλες τεχνικές οι οποίες ορισμένες φορές στηρίζονται σε υποκειμενικούς παράγοντες, κατά απόλυτη αναλογία με την κρίση του εκάστοτε αναλυτή καθώς επίσης και με τις δεξιότητες τις οποίες ο ίδιος διαθέτει αναφορικά με την ερμηνευτική προσέγγιση των προκύπτοντων αποτελεσμάτων. Η υποκειμενική επιλογή των επιμέρους χρησιμοποιηθεισών τεχνικών δύναται να αποδώσει διαφορετικά πορίσματα. Έτσι, η αξιοπιστία μιας μεθόδου αποτίμησης, αφενός θα πρέπει να στηρίζεται στους βασικούς κανόνες που ισχύουν για την αντίστοιχη διενεργηθείσα διαδικασία αποτίμησης και αφετέρου να συνδυάζεται με την διορατικότητα και την εμπειρία του αρμόδιου αναλυτή.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΓΕΝΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ

1.1 Τι είναι η αξία μιας επιχείρησης

Ως αξία μιας επιχειρηματικής οντότητας νοείται το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων αυτής συμπεριλαμβανομένων των προσδοκιών και προβλέψεων για τα επίπεδα κερδοφορίας της, καθώς επίσης και για τις ταμειακές της ροές και το εν γένει κεφάλαιο κίνησής της. Πρόκειται για μια έννοια η οποία καθίσταται άμεσα συνυφασμένη με την ευρύτερη λειτουργία της επιχείρησης σε συνδυασμό με τις μελλοντικές αποδόσεις.

Συνήθως, υφίσταται σύγχυση μεταξύ της έννοιας της αξίας μιας επιχείρησης και της αξίας του μετοχικού κεφαλαίου αυτής. Ως αξία του μετοχικού κεφαλαίου νοείται το τίμημα το οποίο πρέπει να πληρώσει ένας αγοραστής προκειμένου να εξαγοράσει το μετοχικό κεφάλαιο μιας οικονομικής μονάδας. Η αξία του μετοχικού κεφαλαίου δεν ταυτίζεται με την αξία αυτής καθαυτής της επιχειρηματικής οντότητας, ενώ η επιμέτρηση του πραγματοποιείται με διάφορες μεθόδους, όπως είναι επί παραδείγματι η μέθοδος της καθαρής περιουσιακής θέσης, η προσαρμογή της αξίας της επιχείρησης ή λοιπές χρηματιστηριακές μέθοδοι (Figge & Hahn, 2005).

Η αξία μιας επιχείρησης έχει μεγάλη σημασία για το σύνολο των ενδιαφερόμενων για την οικονομική και χρηματοοικονομική της κατάσταση μερών, ανεξαρτήτως από το αν αυτά προέρχονται από το εσωτερικό ή εξωτερικό της περιβάλλον. Τέτοιου είδους ενδιαφερόμενα μέρη είναι επί παραδείγματι τα διοικητικά στελέχη μιας επιχειρηματικής οντότητας, οι μέτοχοι αυτής, οι πελάτες, οι προμηθευτές, οι πιστωτές, οι φορολογούσες αρχές, η εν γένει κοινωνία καθώς επίσης και το ανθρώπινο δυναμικό της εν λόγω εταιρείας.

Παρά το γεγονός του ότι η αξία μιας επιχείρησης αποτελεί σημείο ενδιαφέροντος για το σύνολο των ανωτέρω αναφερόμενων μερών ωστόσο, η ερμηνεία της είναι διαφορετική για έκαστο εκ των εν λόγω μερών και αυτό θεωρείται ως ένα ιδιαίτερα σημαντικό στοιχείο λόγω του ότι κάθε ενδιαφερόμενο μέρος εξετάζει μία επιχείρηση από διαφορετική οπτική γωνία. Επί παραδείγματι, ο επιχειρηματίας θα πρέπει να είναι γνώστης της αξίας της επιχείρησής του

προκειμένου να είναι σε θέση να λάβει αποφάσεις σχετικά με την ανάπτυξή της και τις προοπτικές εξέλιξής της, όπως επίσης και στην περίπτωση που θα πρέπει να δεχθεί οποιαδήποτε χρηματοδοτική ενίσχυση μέσω της διαδικασίας του δανεισμού αλλά και για επιπρόσθετους παρεμφερείς λόγους (Atkinson, 2000).

Από την άλλη πλευρά, οι δανειστές θα πρέπει να γνωρίζουν την αξία της επιχείρησης αλλά και την πορεία αυτής, προκειμένου να προσδιορίσουν το ύψος του δανεισμού και τους αντίστοιχους δανειοδοτικούς όρους, οι οποίοι κρίνονται κατάλληλοι για την περίπτωση της εκάστοτε επιχείρησης προκειμένου οι δανειστές να μην τεθούν στον λεγόμενο πιστωτικό κίνδυνο ή τον κίνδυνο αθέτησης (Atkinson, 2000; Figge & Hahn, 2005).

Όσον αφορά την περίπτωση των πελατών, από την μία πλευρά επιθυμούν να γνωρίζουν την οικονομική αξία μίας επιχείρησης λόγω του ότι μέσω αυτής καθορίζεται εν μέρει η αξιοπιστία της ενώ οι προμηθευτές από την άλλη πλευρά, επιθυμούν να γνωρίζουν την οικονομική αξία μίας επιχείρησης λόγω του ότι μέσω αυτής δύνανται να διαμορφώσουν την βέλτιστη στρατηγική πίστωσης σύμφωνα με την εν λόγω αξία (Figge & Hahn, 2005).

Όσον αφορά την περίπτωση του ανθρωπίνου δυναμικού καθώς επίσης και την περίπτωση των ηγετικών και διοικητικών στελεχών μιας επιχείρησης, υφίσταται από την πλευρά τους ενδιαφέρον αναφορικά με την οικονομική της αξία, καθώς ως κριτήριο και κινητήριο μοχλός του εν λόγω ενδιαφέροντος θεωρείται η μισθοδοσία τους, η οποία κυμαίνεται σε υψηλότερα επίπεδα σε περίπτωση κατά την οποία μια επιχείρηση διακατέχεται από αντίστοιχα υψηλή αξία. Επίσης οι υποψήφιοι εργαζόμενοι εξετάζουν την αξία της επιχείρησης προτού λάβουν οποιαδήποτε απόφαση αναφορικά με το αν εν τέλει θα εργαστούν ή όχι σε αυτήν (Atkinson, 2000).

Εσωτερικοί παράγοντες όπως είναι επί παραδείγματι οι λογιστές και οι εσωτερικοί ελεγκτές θα πρέπει να γνωρίζουν την αξία της επιχείρησης, προκειμένου να δύνανται να λάβουν τις αντίστοιχες σωστές αποφάσεις αναφορικά με την αύξηση της αξίας της και παράλληλα να προσδιοριστούν από πλευράς τους και οι επιμέρους πολιτικές των ελέγχων καθώς επίσης και οι στόχοι του εκάστοτε τμήματος από το οποίο απαρτίζεται μία επιχειρηματική μονάδα. (Fernandez, 2015)

1.2 Παράγοντες που επηρεάζουν την αξία μίας επιχείρησης

Το χρηματικό ποσό το οποίο πρόκειται να καταβάλλει ένας μελλοντικός αγοραστής προκειμένου να εξαγοράσει το μετοχικό κεφάλαιο μίας επιχείρησης δεν αντιπροσωπεύει την αξία της επιχείρησης. Η τιμή αγοράς διαμορφώνεται από άλλους παράγοντες και αυτοί αφορούν την ρευστότητα της επιχείρησης, τη δεδομένη χρονική στιγμή που θα πραγματοποιηθεί η αγοραπωλησία, από τον αριθμό των υποψηφίων αγοραστών και από άλλες πολλές παραμέτρους. Η αξία της επιχείρησης αποδεικνύεται και υπολογίζεται διαχρονικά από την πορεία της (Figge & Hahn, 2005).

Ο πληθωρισμός, τα επιτόκια, η ρευστότητα της αγοράς και της μετοχής της επιχείρησης είναι οι σημαντικότεροι εξωτερικοί παράγοντες που επηρεάζουν την αξία αυτής. Και οι τρεις παράγοντες συνδέονται άμεσα και σχηματίζουν τις προσδοκίες των ενδιαφερόμενων μελών (επενδυτών, τραπεζών, μετόχων). Επομένως, το σύνολο των ανωτέρω αναφερόμενων παραγόντων ενέχει δραστική επίδραση στην διαδικασία της αποτίμησης της επιχείρησης (Atkinson, 2000).

1.3 Προσδιορισμός της αξίας της επιχείρησης

Στα πλαίσια της διαδικασίας της αποτίμησης μιας επιχείρησης δύνανται να χρησιμοποιηθούν διαφορετικές προσεγγίσεις ανάλογα με το εκάστοτε αποτιμώμενο πεδίο και τις εκάστοτε υφιστάμενες συνθήκες. Για την αποτίμηση των επιχειρήσεων χρησιμοποιούνται ποσοτικά μοντέλα, ωστόσο, τα χρησιμοποιηθέντα δεδομένα αφήνουν πολλά περιθώρια υποκειμενικών κρίσεων. Ως εκ τούτου, τα τελικά δεδομένα είναι επηρεασμένα από διάφορους υποκειμενικούς παράγοντες (Damodaran, 2012).

Λαμβάνοντας υπόψη το γεγονός του ότι μια σειρά αναλυτών κατά την αποτίμηση μιας επιχείρησης λαμβάνει πληροφορίες αλλά και απόψεις για την επιχείρηση αυτή, οι οποίες προέρχονται από διάφορες πηγές, καθίσταται φυσικό να υφίσταται ο υποκειμενικός παράγοντας στην εν γένει ακολουθούμενη διαδικασία. Για την ελαχιστοποίηση της εν λόγω υποκειμενικότητας κατά την διαδικασία της αποτίμησης θα πρέπει να αποφεύγονται οι δημόσιες θέσεις σχετικά με την αξία της επιχείρησης, πριν την ολοκλήρωση της εν λόγω διαδικασίας. Επιπροσθέτως, θα πρέπει να ελαχιστοποιείται ο βαθμός των όσων

διακυβεύονται από την έκβαση της αποτίμησης και οι αναλυτές να μην επηρεάζονται επί της ουσίας από το αποτέλεσμα (Figge & Hahn, 2005; Damodaran, 2012).

Στα πλαίσια της σύγχρονης βιβλιογραφίας υφίστανται πολλοί τρόποι προκειμένου να εκτιμηθεί η αξία μιας επιχείρησης, ενώ η επιλογή του εκάστοτε τρόπου εξαρτάται από το είδος της επιχείρησης, τον κλάδο δραστηριοποίησής της αλλά και από άλλους παρεμφερείς παράγοντες.

Οι τρόποι μέσω των οποίων δύναται να μετρηθεί η αξία μίας επιχείρησης είναι ενδεικτικά οι κάτωθι:

- **Ονομαστική Αξία (Nominal Value):** Ουσιαστικά πρόκειται για το μετοχικό κεφάλαιο μίας επιχείρησης (Fernandez, 2015).
- **Λογιστική Αξία (Book Value):** Πρόκειται για το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων μίας επιχείρησης. Τα ίδια κεφάλαια μίας επιχείρησης αφορούν το σύνολο του μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης, τις επιχορηγήσεις, τις επενδύσεις, τα αποθεματικά κεφάλαια και οποιεσδήποτε αναπροσαρμογές αξίας των παγίων στοιχείων του ενεργητικού και τα αποτελέσματα των προηγούμενων χρήσεων (Fernandez, 2015).
- **Αξία Ρευστοποίησης (Liquidation Value):** Πρόκειται για την αξία των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας, εάν αυτά πρόκειται να πωληθούν ξεχωριστά (Fernandez, 2015).
- **Αξία ως Ενεργού Οικονομικού Οργανισμού (Going Concern Value):** Πρόκειται για την αξία της εταιρείας όπως αυτή προσδιορίζεται από τις εκτιμήσεις του επενδυτικού της κοινού. Για τον υπολογισμό της εν προκειμένω αξίας λαμβάνονται υπόψη υποκειμενικές κρίσεις και βασική προϋπόθεση καθίσταται η λειτουργία της εταιρείας σε βάση συνεχούς δραστηριότητας (Fernandez, 2015; Atkinson, 2000).
- **Χρηματιστηριακή Αξία (Market Value):** Πρόκειται για την αξία η οποία υπολογίζεται μόνο στις εισηγμένες εταιρείες στο Χρηματιστήριο (Fernandez, 2015).
- **Εσωτερική ή Πραγματική Αξία (Intrinsic Fair Value):** Πρόκειται για την αξία η οποία προκύπτει ως αποτέλεσμα από τις προβλέψιμες οικονομικές συνιστώσες της εταιρείας. Σε αυτές τις συνιστώσες λαμβάνονται υπόψη τα περιουσιακά στοιχεία, τα κέρδη, τα μερίσματα, οι ταμειακές ροές, το κόστος κεφαλαίου και οι εν γένει προοπτικές της εταιρείας. Η συγκεκριμένη τιμή αφορά ουσιαστικά την αξία η οποία δικαιολογείται από τα πραγματικά λογιστικά γεγονότα τα οποία λαμβάνουν χώρα κατά την λειτουργία της εταιρείας. Η «πραγματική» αξία είναι πιθανόν να

μεταβάλλεται διαχρονικά καθώς μεταβάλλονται και οι επιμέρους παράγοντες οι οποίοι την προσδιορίζουν και δεν είναι άλλο από τα επιμέρους στοιχεία από τα οποία απαρτίζεται το Ενεργητικό και το Παθητικό αυτής (Fernandez, 2015).

- **Αξία μετοχικού κεφαλαίου (*Capital Share Value*):** Πρόκειται για την αξία η οποία υπολογίζεται από το τίμημα το οποίο καλείται να καταβάλλει ο αγοραστής, προκειμένου να αποκτήσει το μετοχικό κεφάλαιο μίας επιχείρησης. Για τον σωστό υπολογισμό της χρησιμοποιείται η μέθοδος της περιουσιακής θέσης (Fernandez, 2015; Atkinson, 2000).

Πολλοί είναι εκείνοι οι αναλυτές οι οποίοι δεν δίνουν βάση στο τι είναι αξία και στο αποτέλεσμα της αλλά στις πηγές μέσω των οποίων αυτή διαμορφώνεται. Οι αναλυτές για την ορθολογική λήψη αποφάσεων θα πρέπει να έχουν πλήρη γνώση και κατανόηση της έννοιας της αξίας της επιχείρησης αλλά και των επιμέρους προσδιοριστικών αυτής παραγόντων (Atkinson, 2000).

Η πλήρης γνώση της αξίας μίας οικονομικής μονάδας δεν έγκειται μόνο στο γεγονός των εξαγορών ή των συγχωνεύσεων αυτής, αλλά και στο γεγονός του ότι κατά την αποτίμηση της υφίσταται η δυνατότητα του εντοπισμού εκείνων των παραγόντων, ανεξαρτήτως από το αν είναι εσωτερικοί ή εξωτερικοί και οι οποίοι αυξάνουν ή μειώνουν αντίστοιχα την οικονομική αξία. Ένα τέτοιο παράδειγμα αποτελεί η κατάρτιση για τον προϋπολογισμό των επενδύσεων και πως αυτές θα επηρεάσουν ή όχι την αξία της (Atkinson, 2000).

Σημαντικό ρόλο διαδραματίζει επίσης, η αξία της επιχείρησης και στα πλαίσια της διαδικασίας του στρατηγικού σχεδιασμού. Κατά την εν λόγω διαδικασία το ενδιαφέρον εστιάζεται στην επίδραση την οποία ενέχουν οι ενέργειες οι οποίες πρόκειται να αναληφθούν στην αξία της επιχείρησης (Figge & Hahn, 2005).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ

2.1 Εισαγωγή στην έννοια της αποτίμησης

Με τον όρο αποτίμηση νοείται την διαδικασία μέσω της οποίας μια πρόβλεψη απόδοσης (performance) μετατρέπεται σε εκτίμηση της αξίας μιας επιχειρηματικής μονάδας ή των επιμέρους τμημάτων αυτής.

Με τον όρο αποτίμηση νοείται η γενική διαδικασία καθορισμού της πραγματικής οικονομικής αξίας μιας οικονομικής μονάδας. Για την σωστή αποτίμηση μίας επιχειρηματικής μονάδας πρέπει να εξεταστούν ορισμένοι επιμέρους παράγοντες (Bauer & Hammerschmidt, 2005).

Οι εν λόγω παράγοντες είναι οι τιμές που πρέπει να ισχύουν καθώς επίσης και το ακριβές περιεχόμενο της εκάστοτε τιμής, οι μέθοδοι που πρέπει να χρησιμοποιηθούν και οι κανόνες που πρέπει να εφαρμοστούν κατά την διαδικασία της αποτίμησης. Παράλληλα καθίσταται απαραίτητη η ελεγκτική διαδικασία του αν συντρέχουν όλες οι απαραίτητες προϋποθέσεις για την επιλογή της μεθόδου αποτίμησης, με απώτερο σκοπό να υπολογιστούν τα σωστά αποτελέσματα (Copeland et.al., 2000).

Η αποτίμηση μίας επιχείρησης θεωρείται ως μία δύσκολη διαδικασία και αυτό γιατί τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης θα πρέπει να έχουν μία σταθερή αξία και οι τιμές τους να μπορούν να μετατρέπονται σε κέρδη. Επιπροσθέτως, για την σωστή τοποθέτηση της επιχείρησης στον κλάδο επί του οποίου αυτή δραστηριοποιείται, θα πρέπει να ληφθούν υπόψη στοιχεία από ομοειδείς επιχειρήσεις, γεγονός το οποίο θεωρείται ιδιαίτερα δύσκολο (Copeland et.al., 2000).

Αξιοσημείωτο κρίνεται το γεγονός του ότι η αποτίμηση μίας εταιρείας δεν νοείται ως μία αντικειμενική διαδικασία, και αυτό γιατί ο αναλυτής βάσει των μοντέλων που έχουν αναπτυχθεί δύναται να χρησιμοποιήσει τα δικά του εξατομικευμένα σημαντικά κριτήρια και να ερμηνεύσει τα προκύπτοντα αποτελέσματα με βάση την δική του κρίση. Επίσης, η διαδικασία αυτή δεν είναι απλή και πολλές φορές οι επιχειρηματίες απευθύνονται σε επαγγελματίες αναλυτές για την επιτέλεσή της (Bauer & Hammerschmidt, 2005).

Η αποτίμηση μιας οικονομικής μονάδας είναι η διαδικασία προσδιορισμού της τρέχουσας – εύλογης αξίας της, μέσω της χρήσης αντικειμενικών κριτηρίων και της αξιολόγησης του συνόλου των «πτυχών» της. Η αποτίμηση μίας επιχείρησης δύναται να περιλαμβάνει ανάλυση της διαχείρισης της, της κεφαλαιακής της διάρθρωσης και των μελλοντικών προοπτικών κερδών ή της αγοραίας αξίας των περιουσιακών της στοιχείων. Τα εργαλεία που χρησιμοποιούνται για την αποτίμηση μπορούν να διαφέρουν μεταξύ αναλυτών, επιχειρήσεων και κλάδων δραστηριότητας (Copeland et.al., 2000).

2.2 Αξία της αποτίμησης

Ο κύριος σκοπός που χρησιμοποιείται ευρύτατα ο όρος της αποτίμησης είναι ότι οι εταιρείες προσπαθούν να εξαγοράσουν άλλες εταιρείες, γιατί προσπαθούν να αποκτήσουν περισσότερα κέρδη μέσω των μακροπρόθεσμων στρατηγικών αλλά και της τεχνογνωσίας που διαθέτουν οι εξαγοραζόμενες επιχειρήσεις. Στην σημερινή εποχή, ο κύριος λόγος που πραγματοποιείται η αποτίμηση μίας εταιρείας είναι η εξαγορά ή η συγχώνευση. Η γνώση της τρέχουσας απόδοσης μίας επιχείρησης παίζει σημαντικό ρόλο στις διαπραγματεύσεις κατά την διαδικασία της εξαγοράς. Η αξία της εταιρείας ουσιαστικά αποτελεί την ικανότητα της να παράγει κέρδη και αυτή επηρεάζει άμεσα την τελική τιμή που θα διαμορφωθεί για την τιμή εξαγοράς της. Ο επιχειρηματίας θα πρέπει να προσδιορίσει την αξία εξόδου του από την επιχείρηση μέσω μιας έγκυρης διαδικασίας για να εξασφαλίσει ότι η τιμή πώλησης δεν είναι μικρότερη από την επιθυμητή (Damodaran, 2006; Copeland et.al., 2000).

Οι επιχειρηματίες, όμως, δεν λαμβάνουν υπόψη τους ότι η αποτίμηση μίας επιχείρησης ως μονάδα είναι επίσης σημαντική, καθώς μέσα από αυτή την διαδικασία έχουν την δυνατότητα να εντοπίσουν τα δυνατά σημεία της και να τα ενισχύσουν αλλά και τις αδυναμίες της και να λάβουν έτσι διορθωτικά μέτρα για την ομαλή λειτουργία της. Επίσης, η αποτίμηση δεν είναι απαραίτητο να γίνει σε ολόκληρη την οικονομική μονάδα αλλά μπορεί να πραγματοποιηθεί και στα επί μέρους τμήματα της και να ληφθούν εκ νέου αποφάσεις για την αποτελεσματική και αποδοτική λειτουργία τους (Bauer & Hammerschmidt, 2005).

Παράλληλα, βασικό στοιχείο είναι και η είναι η σύγκριση της απόδοσης της επιχείρησης σε σχέση με την προηγούμενη χρήση ή με τις προηγούμενες τουλάχιστον πέντε χρήσεις λειτουργίας της.

Η αποτίμηση είναι πολύ σημαντικός παράγοντας στην προσέλκυση κεφαλαίου. Επίσης, η αποτίμηση βοηθάει στον επιχειρηματικό σχεδιασμό αλλά και παράλληλα διαμορφώνει και τις αμοιβές τόσο των μελών του Διοικητικού Συμβουλίου όσο και τις αμοιβές των ανώτατων στελεχών κλπ. που σχετίζονται με την αύξηση της αξίας της επιχείρησης (Copeland et.al., 2000).

Η αποτίμηση είναι επίσης σημαντική για τη φορολογική αναφορά. Η υπηρεσία εσωτερικών εσόδων (IRS) απαιτεί να αποτιμάται μια επιχείρηση βάσει της δίκαιης αγοραίας αξίας της. Ορισμένες φορολογικές πράξεις όπως η πώληση, η αγορά ή η διανομή των μετοχών μιας εταιρείας φορολογούνται ανάλογα με την εύλογη αξία της επιχείρησης (Copeland et.al., 2000).

Τέλος, η αξία της επιχείρησης είναι πολύ δύσκολο να προσδιοριστεί γιατί όσο και αν θεωρούμε ότι ισχύει η αποτελεσματικότητα των αγορών, αυτή η έννοια ουσιαστικά δεν υφίσταται για τις ιδιωτικές, μη εισηγμένες επιχειρήσεις (Bauer & Hammerschmidt, 2005).

2.3 Κριτική ανάλυση της αποτίμησης

Υπάρχουν διάφορες κριτικές απέναντι στην επιστήμη της αποτίμησης των επιχειρήσεων. Κάποιοι υποστηρικτές της αποτίμησης θεωρούν ότι είναι μία επιστήμη που «παράγει» ακριβή αποτελέσματα και δίνει συγκεκριμένες και ακριβείς απαντήσεις. Η δήλωση αυτή όμως δεν είναι αληθής. Οι διάφορες μέθοδοι αποτίμησης χρειάζονται κάποιες υποθέσεις και παραδοχές που επιλέγονται από τον αναλυτή και γι' αυτό το λόγο είναι απαραίτητο ο αναλυτής να είναι αμερόληπτος. Βέβαια υπάρχει πάντα και η περίπτωση σφάλματος από τον αναλυτή. Για να αποφευχθεί το γεγονός του λάθους, θα ήταν επιθυμητό να υπάρχουν τουλάχιστον δύο μέθοδοι αποτίμησης για να υπολογιστεί η αξία της επιχείρησης, ώστε να υπολογιστεί ένα εύρος τιμών και όχι μια απόλυτη τιμή (Damodaran, 2006).

Μία άλλη υποστήριξη για την διαδικασία της αποτίμησης είναι ότι αποτελεί μία πολύπλοκη διαδικασία και υπάρχουν εκατοντάδες μοντέλα και μέθοδοι διαθέσιμα. Η πρόταση αυτή όμως μπορεί να απορριφθεί. Η κάθε μέθοδος αποτίμησης που χρησιμοποιείται αφορά συγκεκριμένους κλάδους επιχειρήσεων και η αποτελεσματική της εφαρμογή τους εξαρτάται μόνο αν ληφθούν υπόψη οι παραδοχές και οι υποθέσεις που είναι απαραίτητες, έτσι ώστε τα συμπεράσματα να είναι ορθά και ακριβή (Damodaran, 2006).

Μία άλλη κριτική θεωρία απέναντι στην αποτίμηση αναφέρεται στο γεγονός ότι δεν μπορούν να αποτιμηθούν επιχειρήσεις που λειτουργούν λίγα μόνο χρόνια και παρουσιάζουν ζημιές. Αυτό συμβαίνει, γιατί στις νέες επιχειρήσεις υπάρχουν συνήθως ζημιές και παράλληλα είναι δύσκολα να βρεθούν στοιχεία που να είναι στο ίδιο σημείο του επιχειρηματικού κύκλου. Τέλος, δεν υπάρχουν στοιχεία ιστορικών χρηματοοικονομικών στοιχείων και καταστάσεων για επαρκείς αναλύσεις με περιορισμένο το κίνδυνο λάθους (Martin & Petty, 2000).

Επίσης, συνήθως η έννοια της αποτίμησης ταυτίζει το επιτόκιο δανεισμού και το κόστος δανεισμού, κάτι το οποίο δεν υφίσταται και πρέπει να σημειωθεί ότι αυτοί οι δύο παράγοντες δεν μπορούν να ταυτιστούν. Η χρήση των λογιστικών δεικτών και μεγεθών για τον υπολογισμό της αξίας του μετοχικού κεφαλαίου ή του κόστους των δανείων θεωρείται συντηρητική. Εάν ισχύει η υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς, τότε η αγοραία αξία είναι η σωστή και η δίκαιη αξία. Πολλές φορές όμως, ο υπολογισμός των μετόχων και των δανείων με βάση τις αγοραίες αξίες μπορεί να προκαλέσει σύγχυση και διαστρέβλωση της πραγματικής αξίας (Rappaport, 1999).

Στην ελληνική οικονομία, υπάρχει η άποψη ότι η υπολογισμός των κερδών μίας επιχείρησης βρίσκεται κάτω από το πρίσμα των φορολογικών υποχρεώσεων των επιχειρήσεων και των αναγκών των κυβερνήσεων για έσοδα. Έτσι, οι επιχειρήσεις στην προσπάθειά τους να μειώσουν τις υποχρεώσεις προς το Κράτος προσπαθούν να μειώσουν τα κέρδη τους και οι οικονομικές καταστάσεις να μην απεικονίζουν την πραγματική κατάσταση τους (Damodaran, 2006).

Οι καταστάσεις ταμειακών ροών εμφανίζουν όλες τις πληροφορίες για τον υπολογισμό των κεφαλαιουχικών δαπανών. Αν κάποιος λάβει υπόψη του μόνο τις καταστάσεις αυτές, τότε σίγουρα θα οδηγηθεί σε λάθος αποτελέσματα με συνέπεια να μην περιλαμβάνονται αρκετοί λογαριασμοί, όπως τα κόστη έρευνας και ανάπτυξης και οι εξαγορές άλλων εταιρειών. Επίσης, δεν θα πρέπει να ληφθεί υπόψη ότι ο υπολογισμός των ταμειακών ροών αποτελεί και το τελικό στάδιο της αποτίμησης λόγω του γεγονότος ότι στον υπολογισμό των ταμειακών ροών δεν περιλαμβάνεται η αξία και η δυναμική μιας επιχείρησης, η οποία κατέχει μερίδια και από άλλες επιχειρήσεις. Από τα παραπάνω, προκύπτει ότι για τον σωστό υπολογισμό της αξίας μίας οικονομικής μονάδας θα πρέπει να συμπεριληφθεί και η αποτίμηση των εταιρειών αυτών, κάτι που περιπλέκει τη διαδικασία (Rappaport, 1999).

Κατά την διαδικασία της αποτίμησης στο λογιστικό σχέδιο αποτυπώνονται στοιχεία που δεν είναι εφικτό να μετρηθούν (αποθέματα, πελάτες κλπ.) και το ενδεχόμενο μετατροπής τους σε μετρητά επιφέρει κίνδυνο. Συγκεκριμένα, η αγοραία αξία μπορεί να μην είναι η ίδια με την λογιστική, κάτι που έχει άμεση επίδραση στις ταμειακές ροές (Bauer & Hammerschmidt, 2005).

Οι προσδοκώμενοι ρυθμοί ανάπτυξης στην αποτίμηση θεωρούνται εξωγενείς μεταβλητές. Πολλές φορές πραγματοποιείται η εκτίμηση του ρυθμού ανάπτυξης χωρίς να λαμβάνεται υπόψη η ικανότητα της επιχείρησης αν μπορεί να τους επιτύχει ή όχι (Copeland et.al., 2000).

Μία άλλη άποψη για την αποτίμηση είναι ότι το αποτέλεσμα της επιχείρησης και μία καλά τεκμηριωμένη αποτίμηση δεν μεταβάλλονται. Κάτι τέτοιο όμως δεν μπορεί να υφίσταται, καθώς η οικονομία δεν μπορεί να παραμείνει σταθερή λόγω των γρήγορων ρυθμών των αλλαγών του πληθωρισμού, της παγκόσμιας αγοράς, της νομοθεσίας και πολλών άλλων παραγόντων που επιδρούν στον τρόπο λειτουργίας μίας επιχείρησης (Damodaran, 2006; Rappaport, 1999).

2.4 Γενική προσέγγιση της αποτίμησης

Τα βήματα που πρέπει να πραγματοποιηθούν για την αποτίμηση είναι τα παρακάτω:

A) Μελέτη της επιχείρησης και του περιβάλλοντος της: στο στάδιο αυτό περιλαμβάνεται η διαδικασία της μελέτης της επιχείρησης εσωτερικά, ώστε να εντοπιστούν τα δυνατά και αδύνατα σημεία της και η στρατηγική της . Παράλληλα, πρέπει να αναλυθεί το εξωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης για τις προοπτικές του κλάδου που δραστηριοποιείται για την πορεία της οικονομίας αλλά και τον εντοπισμό της ανταγωνιστικής της θέσης (Copeland et.al., 2000).

B) Ανάλυση οικονομικών καταστάσεων και λογιστικών πρακτικών και αρχών: όλες οι δραστηριότητες της επιχείρησης πρέπει να παρουσιάζονται στις δημοσιευμένες χρηματοοικονομικές καταστάσεις της. Ο τρόπος με τον οποίο θα παρουσιαστούν τα οικονομικά γεγονότα εξαρτάται από τον κλάδο δραστηριότητας τους αλλά και από τις

λογιστικές αρχές που εφαρμόζονται σε κάθε χώρα αλλά και από τους κανόνες της κεφαλαιαγοράς και την φορολογική νομοθεσία (Copeland et.al., 2000; Rappaport, 1999).

Γ) Πρόβλεψη της μελλοντικής απόδοσης: τα θεωρητικά μοντέλα που έχουν αναπτυχθεί για την διαδικασία της αποτίμησης απαιτούν να πραγματοποιηθεί πρόβλεψη της πορείας της επιχείρησης από άποψη εσόδων και κερδών για τις επόμενες πέντε χρήσεις (Copeland et.al., 2000).

Δ) Επιλογή και εφαρμογή του κατάλληλου μοντέλου αποτίμησης: στο σημείο αυτό θα πρέπει ο αναλυτής να επιλέξει το κατάλληλο μοντέλο για την αποτίμηση σύμφωνα με το μέγεθος της επιχείρησης, τα έτη λειτουργίας της, τον κλάδο δραστηριότητας της και άλλα κριτήρια. Τα αποτελέσματα από τις διάφορες μεθόδους αποκλίνουν μεταξύ τους και ο αναλυτής θα πρέπει να λάβει υπόψη τους πολλές παραμέτρους για να καταλήξει στο τελικό αποτέλεσμα της επιχείρησης (Copeland et.al., 2000; Rappaport, 1999).

Ε) Μελέτη των αποτελεσμάτων αποτίμησης και λήψη επενδυτικής απόφασης: στο σημείο αυτό θα πρέπει να πραγματοποιηθεί ανάλυση των αποτελεσμάτων που έχουν προκύψει και τα ενδιαφερόμενα μέρη θα πρέπει να λάβουν οποιαδήποτε απόφαση για επένδυση ή όχι (Copeland et.al., 2000; Rappaport, 1999).

2.5 Μέθοδοι αποτίμησης εταιρειών

Υπάρχουν τέσσερις διαφορετικές μέθοδοι για την αποτίμηση των ενδεχόμενων επενδύσεων και στην πράξη όλες χρησιμοποιούνται για να παράγουν ένα εύρος τιμών βασιζόμενες σε διαφορετικές υποθέσεις. Οι μέθοδοι αυτές βασίζονται στις οικονομικές καταστάσεις / λογιστικές πληροφορίες, δηλαδή στον Ισολογισμό και στην Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης. Άλλες μέθοδοι βασίζονται στην Υπεραξία και στις Προεξοφλημένες Ταμειακές Ροές. Υπάρχουν και μέθοδοι που βασίζονται στην ανάλυση επενδύσεων αλλά και σε οικονομετρικές τεχνικές (Rappaport, 1999).

Από την άλλη πλευρά, οι αναλυτές συνιστούν ότι για την σωστή αποτίμηση μίας οικονομικής μονάδας είναι καλό να εφαρμόζονται όλες οι μέθοδοι με αποτέλεσμα να υφίσταται ένα εύρος τιμών και στην συνέχεια τα αποτελέσματα να δύνανται να καταστούν

συγκρίσιμα. Με αυτόν τον τρόπο, η εταιρεία μπορεί να επιμετρήσει πιο σωστά το δυναμικό της και να προσδιοριστεί η αξία της σε διάφορες συνθήκες. Αν δεν είναι εφικτή η χρήση όλων των μεθόδων κατά την διαδικασία της αποτίμησης τότε θα πρέπει να περιλαμβάνονται τουλάχιστον δύο μέθοδοι για να μειωθεί η μεροληψία του αναλυτή (Σφαρνάς, 1993).

Οι σημαντικότερες μέθοδοι αποτίμησης είναι οι παρακάτω:

- Η μέθοδος των προεξοφλημένων ταμειακών ροών
- Η μέθοδος της καθαρής περιουσιακής θέσης
- Η μέθοδος της καθαρής περιουσιακής θέσης προσαυξημένης με την κεφαλαιοποιημένη υπερπρόσοδο των τελευταίων ή των επόμενων πέντε ετών
- Η μέθοδος της προστιθέμενης αξίας
- Η μέθοδος των κεφαλαιοποιημένων οργανικών κερδών σε διάφορες παραλλαγές
- Η μέθοδος της χρηματιστηριακής τιμής
- Η μέθοδος της συγκριτικής ανάλυσης εισηγμένων εταιρειών και χρήσεις δεικτών κεφαλαιαγοράς
- Η μέθοδος των συγκριτικών συναλλαγών
(Brealt, 2007; Copeland et.al., 2000)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΩΝ ΜΕΘΟΔΩΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

3.1 Μέθοδοι βασισμένες στον Ισολογισμό (καθαρή θέση των μετόχων)

3.1.1 Μέθοδος της περιουσιακής θέσης

Ο καθορισμός της αξίας μιας εταιρείας με την χρήση των μεθόδων αυτών, συντελείται μέσω της εκτίμησης της αξίας του ενεργητικού της. Οι συγκεκριμένες μέθοδοι μπορούν να χαρακτηριστούν ως παραδοσιακές μέθοδοι γιατί για την αποτίμηση της εταιρείας χρησιμοποιούνται τα στοιχεία που απεικονίζονται στις οικονομικές καταστάσεις (ισολογισμός και κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης). Η αποτίμηση μίας επιχείρησης με βάση τα στοιχεία που απεικονίζονται στον ισολογισμό, αποτελεί ένα χρήσιμο σημείο εκκίνησης για τον υπολογισμό της αξίας της εν λόγω επιχείρησης. Η επισκόπηση του ενεργητικού μιας προς αποτίμηση εταιρείας υποβοηθείται γενικά απαντώντας στις παρακάτω ερωτήσεις (Fernandez, 2007):

- **Οικόπεδα και κτίρια:**
 - Έχει αποκτηθεί η κυριότητα τους ή είναι μισθωμένα; Αν είναι μισθωμένα ο χρόνος της μίσθωσης ποιος είναι;
 - Έχουν επανεκτιμηθεί πρόσφατα;
- **Εγκαταστάσεις και μηχανολογικός εξοπλισμός:**
 - Τι αξία έχει ο μηχανολογικός εξοπλισμός;
 - Πόσο παλιός ή πόσο νέος είναι ο μηχανολογικός εξοπλισμός;
 - Η εταιρεία έχει την κυριότητα του μηχανολογικού εξοπλισμού ή είναι μισθωμένος;
- **Λοιπά πάγια:**
 - Τι περιλαμβάνουν;
 - Πώς έχουν αποτιμηθεί;

- Πώς έχουν αποκτηθεί;
- **Αποθέματα:**
 - Τι περιλαμβάνουν;
 - Πόσο γρήγορα ανακυκλώνονται τα αποθέματα;
 - Είναι οι ημέρες παραμονής των αποθεμάτων υψηλότερες από τον μέσο όρο του κλάδου;
- **Πελάτες:**
 - Τι απαιτήσεις περιλαμβάνουν, είναι μακροχρόνιες απαιτήσεις ή βραχυχρόνιες;
 - Ειδικότερη ανάλυση των Εμπορικών απαιτήσεων, των Λοιπών χρεωστών, των προκαταβολών, των Πελατών-Χρεωστών που λήγουν μετά από ένα έτος.
- **Πιστωτές:**
 - Τι περιλαμβάνουν;
 - Πόσο είναι το χρέος; Είναι εξασφαλισμένο;
 - Ποιο είναι το σχέδιο αποπληρωμών;

(Fernandez, 2007)

Ο ισολογισμός μιας επιχείρησης περιλαμβάνει στοιχεία που αποκτήθηκαν από την επιχείρηση με κάποιο κόστος. Επιπλέον, το ενεργητικό μιας επιχείρησης ισούται με το παθητικό της, έτσι τα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης είναι ίσα με το σύνολο του ενεργητικού μείον τις προβλέψεις, μείον τις υποχρεώσεις, μείον τους μεταβατικούς λογαριασμούς του παθητικού και ο συνδυασμός όλων αυτών αποτυπώνουν την περιουσιακή κατάσταση και θέση μίας οικονομικής μονάδας.

Η μέθοδος καθαρής περιουσιακής θέσης μπορεί να γίνει με δύο τρόπους:

1. Με την εξαρχής σύνταξη του ισολογισμού, στον οποίο όλα τα στοιχεία του ενεργητικού και του παθητικού αποτιμώνται εκ νέου. Η καθαρή περιουσιακή θέση θα προκύπτει σαν διαφορά όλων των στοιχείων του παθητικού, πλην των ίδιων κεφαλαίων από το σύνολο του ενεργητικού. Η περίπτωση αυτή είναι προτιμότερη, καθώς ο αναλυτής θα έχει τον χρόνο να καταρτίσει ένα νέο ισολογισμό από την αρχή και με τα πρωτογενή δεδομένα του λογιστηρίου. Κάθε στοιχείο πρέπει να αποτιμηθεί χωριστά από τον αναλυτή, λαμβάνοντας υπόψη το είδος της δραστηριότητας, τη σύνθεση της εταιρείας, τη χρονική στιγμή που πραγματοποιείται η αποτίμηση και άλλα στοιχεία. Με αυτόν τον τρόπο, ο αναλυτής έχει πλήρη γνώση των

δεδομένων που θα χρησιμοποιηθούν και οι υπολογισμοί του έχουν μεγαλύτερη ακρίβεια και έτσι μπορεί να λάβει υπόψη του όλες τις αρχές λογιστικής. Από την άλλη, το κόστος είναι πολύ μεγάλο γιατί για τον υπολογισμό εξ αρχής απαιτούνται πολλά άτομα και μεγάλο χρονικό διάστημα. Το γεγονός αυτό εμπεριέχει δύο κινδύνους, ο ένας κίνδυνος είναι η αμφισβήτηση των αποτελεσμάτων και ο άλλος τα δεδομένα να χάσουν την αξία τους από τον χρόνο που απαιτεί η διαδικασία και οι υποθέσεις για τις αποτιμήσεις να έχουν αλλάξει σημαντικά και να αλλοιώνονται τα αποτελέσματα της αποτίμησης των πρωτογενών δεδομένων (Fernandez, 2007).

2. Με τη διόρθωση των επιμέρους στοιχείων του δημοσιευμένου ισολογισμού και την αντίστοιχη διόρθωση των ιδίων κεφαλαίων. Αυτός ο τρόπος χρησιμοποιείται πιο πρόχειρα από έμπειρο αναγνώστη ενός δημοσιευμένου ισολογισμού που θέλει να υπολογίσει κατά προσέγγιση την καθαρή περιουσιακή θέση μιας επιχείρησης (Fernandez, 2007). Επίσης, σημαντικό αποτελεί το γεγονός ότι η αποτίμηση των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού θα πρέπει να στηρίζεται σε πραγματικά δεδομένα και τα στοιχεία του είτε του ενεργητικού είτε του παθητικού όπως για παράδειγμα τα αποθέματα, οι απαιτήσεις, οι επιταγές και τα εισπρακτέα γραμμάτια θα πρέπει να αποτιμηθούν σε πραγματικές τρέχουσες τιμές. Τα μηχανήματα, επίσης, θα αποτιμηθούν σε τρέχουσες τιμές αγοράς αφού πρώτα αφαιρεθούν οι αποσβέσεις τους. Επιπρόσθετα, τα πάγια περιουσιακά στοιχεία μπορούν να αποτιμηθούν είτε σε τιμές ρευστοποίησης, είτε σε τιμές αντικατάστασης. Τέλος, οι υποχρεώσεις της επιχείρησης πρέπει να εκτιμηθούν στις πραγματικές τους τιμές, δηλαδή να αποτιμηθούν ολοκληρωτικά όλες οι υποχρεώσεις ακόμα και αυτές που πρόκειται να προκύψουν στο μέλλον (Brealy et.al.,2007).

Η εφαρμογή αυτής της μεθόδου είναι ιδανική σε περιπτώσεις που η επιχείρηση είναι ζημιογόνος ή έχει μικρά κέρδη σε σχέση με την περιουσία της, επειδή δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί κάποια άλλη μέθοδος. Η μέθοδος όμως αυτή, έχει το πλεονέκτημα ότι είναι περισσότερο κατανοητή από πολλούς αναγνώστες και αυτό γιατί βασίζεται αποκλειστικά στους λογιστικούς κανόνες που έχουν θεσπιστεί από την νομοθεσία. Είναι πολύ σημαντικό κάποιες φορές η αποτίμηση μίας επιχείρησης να πραγματοποιηθεί σε μικρό χρονικό διάστημα και με αυτή την μέθοδο αυτό μπορεί να επιτευχθεί, γιατί δεν απαιτείται η αναζήτηση

επιπρόσθετων στοιχείων για μελέτη παρά μόνο αυτά που απεικονίζονται στις οικονομικές καταστάσεις της επιχείρησης (Fernandez, 2007).

Ένα μειονέκτημα για τον υπολογισμό της αξίας της επιχείρησης με βάση αυτές τις μεθόδους είναι ότι καθορίζουν την αξία μιας εταιρείας από μια στατική άποψη, και δεν λαμβάνουν υπόψη τη μελλοντική εξέλιξη της εταιρείας ή τη διαχρονική αξία του χρήματος, η οποία μεταβάλλεται με γρήγορους ρυθμούς με αποτέλεσμα να μην μπορεί να αποτυπωθεί πλήρως η δυναμικότητα και η αποτελεσματικότητα της επιχείρησης. Επίσης, μέσα από μία στατική κατάσταση δεν μπορούν να απεικονιστούν οι σημαντικές πτυχές της διαδικασίας παραγωγής της αξίας. Σε μερικές περιπτώσεις, οι οικονομικές καταστάσεις μίας επιχείρησης μπορεί να μην απεικονίζουν την πραγματική κατάσταση και να περιέχουν αλλοιώσεις που εξυπηρετούν κάποια συμφέροντα και πολλά οικονομικά γεγονότα που συμβάλλουν στην αξία της επιχείρησης δεν μπορούν να αποτυπωθούν σε αυτές (Breal et al., 2007).

Επιπροσθέτως, δεν λαμβάνουν υπόψη άλλους παράγοντες που επηρεάζουν την ικανότητα της επιχείρησης να παράγει κέρδη και οι οποίοι δεν εμφανίζονται στις οικονομικές καταστάσεις. Τέτοια παραδείγματα είναι η αποδοτικότητα των ανθρώπινων πόρων, τα οργανωτικά πλεονεκτήματα ή προβλήματα, τυχόν συμβάσεις κλπ., και άλλοι παράγοντες οι οποίοι επηρεάζουν επίσης την αξία μιας εταιρείας. Μερικές από αυτές τις μεθόδους είναι η λογιστική αξία, η προσαρμοσμένη λογιστική αξία, η ρευστοποιήσιμη αξία και η πραγματική αξία.

Η αξία μιας επιχείρησης έχει να κάνει με τα κέρδη της επιχείρησης, τα παρελθοντικά κέρδη και κυρίως με τα μελλοντικά κέρδη. Τα κέρδη μιας επιχείρησης είναι το μέτρο για τη φήμη και την πελατεία της. Άλλο ένα μειονέκτημα που παρουσιάζει η μέθοδος αυτή είναι η επίδραση που έχει το φορολογικό σύστημα στον ισολογισμό στην ελληνική αγορά. Ο ισολογισμός των επιχειρήσεων διέπεται από τους κανόνες του φορολογικού νόμου. Τις περισσότερες φορές όμως, ο ισολογισμός που δημοσιεύεται διαφέρει αρκετά από την πραγματική εικόνα των επιχειρήσεων. Το γεγονός αυτό οφείλεται περισσότερο στον τρόπο αποτίμησης των στοιχείων της επιχείρησης.

Υπάρχουν επιδράσεις που είναι αποτέλεσμα της φορολογικής πολιτικής της χώρας μας που δεν εντάσσονται στην αναπτυξιακή πολιτική. Επίσης, οι διοικήσεις των επιχειρήσεων κάποιες φορές αλλοιώνουν τα αποτελέσματα τους εσκεμμένα (σκόπιμα) για να παρουσιάσουν καλύτερα ή χειρότερα αποτελέσματα για συγκεκριμένους σκοπούς. Στην περίπτωση αυτή ανήκουν οι λογιστικές καταστάσεις που συντάσσονται με βάση το ΚΒΣ

(Κώδικας Βιβλίων και Στοιχείων), το ΕΓΛΣ (Ελληνικό Γενικό Λογιστικό Σχέδιο), το νόμο περί ανωνύμων εταιρειών Ν.2190/1920 και τις διατάξεις του φορολογικού νόμου (Σακκέλης, 2001).

Όλες οι παραπάνω ρυθμίσεις έχουν ως στόχο να μειώνουν τα έξοδα και να αυξάνουν τα έσοδα, έτσι ώστε να παρουσιάζεται αυξημένη η φορολογική υποχρέωση των επιχειρήσεων (Σακκέλης, 2001).

Η μέθοδος αυτή χρησιμοποιείται και στην περίπτωση που μία επιχείρηση βρίσκεται σε εκκαθάριση. Για μια εταιρεία που τελεί υπό εκκαθάριση ή έχει διακόψει τη λειτουργία της, η αποτίμηση πρέπει να γίνει σε τιμές παλαιού εξοπλισμού που πληρώνει η αγορά. Στην περίπτωση αυτή ισχύουν τα παρακάτω:

- Τα πάγια αποτιμώνται σε τιμές ρευστοποίησης που είναι κατώτερες από τις κανονικές τιμές της αγοράς για μεταχειρισμένα πάγια. Σε περιόδους οικονομικής κρίσης η μείωση της αξίας είναι μεγάλη.
- Τα εμπορεύματα αποτιμώνται σε τιμές μικρότερες της αγοράς, αφού η αγορά προϋποθέτει πλήρη γκάμα προϊόντων, πιστώσεις και κάποιο λογικό χρονικό διάστημα ρευστοποίησης.
- Οι απαιτήσεις μειώνονται αρκετά από την ονομαστική τους αξία. Είναι κανόνας της αγοράς να πληρώνονται κατά προτεραιότητα εκείνοι οι προμηθευτές από τους οποίους αναμένονται καινούριες παραλαβές, έτσι ώστε τα ανοιχτά υπόλοιπα να μένουν μακροχρόνια σταθερά.
- Η υποχρέωση για αποζημιώσεις απολυμένου προσωπικού υπολογίζεται εις ολόκληρο. Επιπλέον, για τις επιχειρήσεις υπό εκκαθάριση υπολογίζονται οι αναμενόμενες υποχρεώσεις από νομικές δεσμεύσεις που έχουν αναληφθεί, όπως ενοικιαστήρια συμβόλαια, leasing (μισθώσεις), συμβάσεις με ρήτρες κλπ.

(Λαζαρίδης, 2005)

3.1.2 Αποτίμηση εταιρείας με βάση την λογιστική αξία

Η λογιστική αξία μιας εταιρείας ή η καθαρή της θέση είναι η αξία των ιδίων κεφαλαίων των μετόχων που αναφέρεται στον ισολογισμό (μετοχικό κεφάλαιο και αποθεματικά). Η αξία αυτή είναι και η διαφορά μεταξύ του συνόλου των στοιχείων του ενεργητικού και του

παθητικού, δηλαδή το πλεόνασμα του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων και των δικαιωμάτων της εταιρείας επί του συνόλου των χρεών της προς τρίτους.

Ο προσδιορισμός της βασίζεται στην ακόλουθη λογιστική ταυτότητα:

$$E = \Pi + K\Theta \text{ ή } K\Theta = E - \Pi \quad (\text{Λαζαρίδης, 2005})$$

Όπου,

E: είναι το ενεργητικό, **Π:** είναι το παθητικό και **KΘ:** είναι η καθαρή θέση.

3.1.3 Προσαρμοσμένη Λογιστική Αξία (Adjusted value)

Με την μέθοδο της προσαρμοσμένης λογιστικής αξίας γίνεται προσπάθεια να ξεπεραστεί η αδυναμία της μεθόδου της λογιστικής αξίας με την μορφή της στατικής και των ιστορικών τιμών απεικόνισης των δεδομένων. Για τον υπολογισμό της αποτίμησης της εταιρείας, τα περιουσιακά στοιχεία θα πρέπει να προσαρμόζονται στην αγοραία αξία τους, λαμβάνεται η προσαρμοσμένη καθαρή αξία. Για την αποτίμηση με αυτή την μέθοδο, θα πρέπει να υπάρχει μεγάλη εσωτερική πληροφόρηση και οι εκτιμήσεις των περιουσιακών στοιχείων πρέπει να γίνουν από εξωτερικό εκτιμητή (Λαζαρίδης, 2005).

3.1.4 Ρευστοποιήσιμη Αξία (Liquidation value)

Η ρευστοποιήσιμη αξία είναι η αξία της εταιρείας η οποία προκύπτει μετά την εκκαθάριση της. Στη διαδικασία της εκκαθάρισης πωλούνται τα στοιχεία του ενεργητικού και εξοφλούνται οι υποχρεώσεις της εταιρείας και εισπράττονται οι απαιτήσεις της. Για τον υπολογισμό της ρευστοποιήσιμης αξίας υπολογίζεται η αξία με την αφαίρεση των εξόδων εκκαθάρισης της επιχείρησης, όπου στα έξοδα αυτά συμπεριλαμβάνονται αποζημιώσεις απόλυσης εργαζομένων, φορολογικές υποχρεώσεις που θα προκύψουν κατά την διαδικασία της εκκαθάρισης, διαφορές φορολογικού ελέγχου και λοιπά έξοδα εκκαθάρισης, από την προσαρμοσμένη καθαρή θέση (Λαζαρίδης, 2005).

Η χρήση αυτής της μεθόδου πραγματοποιείται μόνο στην περίπτωση που μία εταιρεία πρόκειται να εξαγοραστεί με σκοπό την μελλοντική της ρευστοποίηση. Από την άλλη μεριά, η αξία αυτή αντιπροσωπεύει την ελάχιστη αξία μίας επιχείρησης γιατί με την παραδοχή της συνέχισης της λειτουργίας της η «τρέχουσα ρευστοποιήσιμη αξία» είναι μεγαλύτερη από την καθαρή ρευστοποιήσιμη αξία (Αλεξάκης, 2015).

3.1.5 Αποτίμηση με βάση την πραγματική αξία (Substantial value)

Η πραγματική ή ουσιαστική αξία αντιπροσωπεύει την επένδυση που πρέπει να γίνει για να σχηματιστεί μια εταιρεία με τις ίδιες συνθήκες με αυτής της εταιρείας που αποτιμάται. Μπορεί, επίσης, να ορίζεται ως η αξία αντικατάστασης των περιουσιακών στοιχείων, αν υποθεθεί ότι η εταιρεία συνεχίζει να λειτουργεί, σε αντίθεση με την αξία ρευστοποίησής τους. Κανονικά, η πραγματική αξία δεν περιλαμβάνει τα περιουσιακά στοιχεία που δεν χρησιμοποιούνται για τις εργασίες της εταιρείας (μη χρησιμοποιούμενες εκτάσεις, συμμετοχές σε άλλες εταιρείες κλπ.). Τρεις τύποι ορίζουν συνήθως την πραγματική αξία:

- **Μεικτή πραγματική αξία:** είναι η αξία του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων (Σύνολο Ενεργητικού) σε τιμή αγοράς.
- **Μειωμένη μεικτή πραγματική αξία:** Αυτή είναι η μεικτή πραγματική αξία μειωμένη μόνο κατά την αξία των Ξένων Κεφαλαίων.
- **Λογιστική και Τρέχουσα Αξία:** η τρέχουσα αξία ή τιμή της μετοχής είναι αυτή η οποία αποτελεί καθημερινά αντικείμενο διαπραγμάτευσης στο χρηματιστήριο. (Λαζαρίδης, 2005)

3.1.6 Αποτίμηση με βάση την λογιστική και τρέχουσα αξία της μετοχής

«Η λογιστική αξία της μετοχής είναι τα Ίδια Κεφάλαια ή αλλιώς BV (Book Value). Με τον λόγο (P/BV) ο αναλυτής μπορεί να εντοπίσει αν η αγορά υποεκτιμά ή υπερεκτιμά τη λογιστική αξία (BV) της μετοχής. Το γινόμενο που προκύπτει από τον αριθμό των μετοχών επί την τρέχουσα αξία της στο χρηματιστήριο αποτελεί την αξία κεφαλαιοποίησης της εταιρείας» (Αλεξάκης, 2015).

3.2 Μέθοδοι με βάση την κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης (Income statement-based methods)

Σε αντίθεση με τις μεθόδους βάσει του ισολογισμού, οι μέθοδοι αυτές βασίζονται στα αποτελέσματα της εταιρείας. Επιδιώκουν να προσδιοριστεί η αξία της εταιρείας μέσω του μεγέθους των κερδών, των μερισμάτων και των πωλήσεων. Υπάρχουν δύο διαφορετικοί τρόποι για την αποτίμηση εταιρειών η οποία στηρίζεται στα κέρδη, η αποδοτικότητα του κεφαλαίου και ο αριθμοδείκτης τιμή προς κέρδη (Αλεξιάκης, 2015).

3.2.1 Η αποδοτικότητα του κεφαλαίου

Κάθε εταιρεία επιθυμεί να βελτιώσει την απόδοση του απασχολούμενου κεφαλαίου της και αποτέλεσμα αυτής της στρατηγικής είναι η μη εξαγορά μίας επιχείρησης που να το μειώνει. Αυτό έχει ως συνέπεια, η αποδοτικότητα του κεφαλαίου να αποτελεί ένα από τα κύρια κριτήρια εξαγοράς, και επομένως θα πρέπει να χρησιμοποιηθεί στην αποτίμηση μίας επιχείρησης.

Στην περίπτωση που η αποτίμηση μίας επιχειρηματικής μονάδας πραγματοποιηθεί με σκοπό την αγορά της, τότε πρέπει να ληφθούν υπόψη τα κέρδη μετά από φόρους. Αυτό συμβαίνει γιατί η σε αυτή την περίπτωση εξετάζεται και η φορολογική επίπτωση της απόκτησης και πώς θα μπορούσε αυτή να επιδράσει στα κέρδη. Οι περισσότερες επιχειρήσεις χρησιμοποιούν μία απόδοση επί του απασχολούμενου κεφαλαίου μετά τους φόρους, εφαρμόζοντας μία απόδοση στόχο επί του κεφαλαίου σαν ποσοστό επί των κερδών της πιθανολογούμενης εξαγοράς, προκειμένου να προσδιορίσουν ένα εύρος τιμών της εξαγοράς (Αρτίκης, 2002).

3.2.2 Αριθμοδείκτης τρέχουσα τιμή / κέρδη (P/E) ανά μετοχή

Αυτή είναι η άλλη μέθοδος αποτίμησης βάσει κερδών. Χρησιμοποιεί τους αριθμοδείκτες των εταιρειών και τους εφαρμόζει στην ενδεχόμενη εξαγορά. Ο δείκτης της τιμής της μετοχής προς τα κέρδη περιέχει δύο βασικές χρηματοοικονομικές πληροφορίες, την

αγοραία αξία της μετοχής και τα κέρδη. Ο δείκτης αυτός χρησιμοποιείται κυρίως για την τιμή την οποία οι υφιστάμενοι ιδιοκτήτες της εταιρείας προσδοκούν να εισπράξουν από την πώλησή της. Η χρήση του δείκτη αυτού πρέπει να συνεξεταστεί με το πρόβλημα του εντοπισμού συναφών εταιρειών με συναφείς προσδοκίες ανάπτυξης. Αυτό σημαίνει ότι οι ιδιοκτήτες της εταιρείας μπορεί να προσδοκούν να εισπράξουν περισσότερα για την επιχείρηση από αυτά που η εταιρεία είναι έτοιμη να δώσει (Αρτίκης, 2002).

Ο συγκεκριμένος δείκτης δεν θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη μόνος του, αλλά παράλληλα να εξετάζονται και άλλοι παράγοντες κυρίως ποιοτικοί, όπως για παράδειγμα ο κλάδος που ανήκει η επιχείρηση, οι προοπτικές ανάπτυξής της και οι συνθήκες ανταγωνισμού. Επίσης, παράγοντες που θα πρέπει να ληφθούν υπόψη είναι και ποσοτικοί όπως για παράδειγμα η μερισματική πολιτική της επιχείρησης, η σύνθεση του μετοχικού κεφαλαίου, κλπ. Η πηγή αυτών των σημαντικών πληροφοριών είναι ο οικονομικός τύπος αλλά και οι τεχνικές αναλύσεις και προβλέψεις που εκδίδουν σχεδόν καθημερινά οι χρηματιστηριακές εταιρείες, οι τράπεζες και οι θεσμικοί επενδυτές [Ανώνυμες Εταιρείες Διαχείρισης Αμοιβαίων Κεφαλαίων (ΑΕΔΑΚ), Ανώνυμες Εταιρείες Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου (ΑΕΕΧ)] (Λαζαρίδης, 2005).

3.2.3 Αποτίμηση των κερδών

Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, η αξία της μετοχής προκύπτει από τον πολλαπλασιασμό του ετήσιου καθαρού εισοδήματος με τον δείκτη P/E, δηλαδή:

$$\text{Καθαρή Θέση} = P/E * \text{κέρδη} \quad (\text{Αρτίκης, 2002})$$

3.2.4 Αποτίμηση των μερισμάτων

Μερίσματα είναι το τμήμα των κερδών μιας εταιρείας το οποίο έχει πραγματικά καταβληθεί στους μετόχους. Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, η αξία μιας μετοχής είναι η καθαρή παρούσα αξία (Net Present Value -NPV) των μερισμάτων που αναμένεται να αποκτήσει ο μέτοχος από τα μερίσματα της επιχείρησης (Dividends Per Share). Στην περίπτωση της διηνεκούς

επένδυσης σε μια επιχείρηση, όταν υπάρχει μια εταιρεία από την οποία οι μέτοχοι αναμένουν σταθερά μερίσματα κάθε χρόνο, η τιμή αυτή μπορεί να εκφραστεί ως:

$$\text{Αξία Μετοχής (Share Value)} = \text{Μέρισμα Ανά Μετοχή (DPS)} / \text{Απαιτούμενη απόδοση ιδίων κεφαλαίων (Ke)}$$

Όπου,

DPS: είναι το μέρισμα ανά μετοχή που καταβλήθηκε από την εταιρεία κατά το τελευταίο έτος και

Ke: είναι η απαιτούμενη απόδοση στα ίδια κεφάλαια ή η απαιτούμενη απόδοση από τους μετόχους. «Η απόδοση ιδίων κεφαλαίων είναι ένας χρηματοοικονομικός δείκτης, που δείχνει πόσο αποδοτικά χρησιμοποιεί μια εταιρεία τα κεφάλαια της για να δημιουργήσει πρόσθετα έσοδα (κέρδη) και εκφράζεται σε ποσοστιαίες μονάδες¹».

Εάν, από την άλλη πλευρά, το μέρισμα αναμένεται να αυξηθεί απεριόριστα με έναν σταθερό ετήσιο ρυθμό g , ο ανωτέρω τύπος γίνεται ως εξής:

$$\text{Αξία Μετοχής (Share Value)} = \text{DPS}_1 / (\text{Ke} - g)$$

Όπου,

DPS₁: είναι τα μερίσματα ανά μετοχή για τον επόμενο χρόνο,

Ke: είναι η απαιτούμενη απόδοση στα ίδια κεφάλαια ή η απαιτούμενη απόδοση από τους μετόχους και

g: είναι ο ετήσιος σταθερός ρυθμός αύξησης των μερισμάτων.

«Τα εμπειρικά στοιχεία δείχνουν ότι οι εταιρείες που πληρώνουν περισσότερα μερίσματα δεν αποκτούν ως αποτέλεσμα αύξηση της τιμής της μετοχής τους. Αυτό συμβαίνει γιατί, όταν πραγματοποιείται μεγάλο ποσοστό διανομής των κερδών της στους μετόχους της για την ικανοποίηση τους, τα κέρδη που απομένουν στην διάθεση της εταιρείας για

¹<https://www.euretirio.com/apodosi-idion-kefalaion-roe/>

περισσότερες επενδύσεις είναι κατά πολύ μειωμένα με αποτέλεσμα να μην υπάρχει η δυνατότητα για μεγαλύτερη ανάπτυξη» (Αλεξιάκης, 2015).

3.2.5 Η μέθοδος της προεξόφλησης των μελλοντικών μερισμάτων

Βασική αρχή της μεθόδου είναι ότι ο επενδυτής είναι μακροχρόνιος και βασίζει την επιλογή της επένδυσης αποκλειστικά στα μερίσματα που θα εισπράττει από την επιχείρηση. Βασικές παραδοχές είναι ότι η επιχείρηση θα έχει σχεδόν σταθερά κέρδη και ταμειακές ροές, θα συνεχίσει να έχει την ίδια πολιτική μερισμάτων, θα είναι σταθερή και δεν θα παρουσιάζει μεγάλες διακυμάνσεις (Αλεξιάκης, 2015; Γκίκας κ.α., 2010).

«Οι τρόποι εφαρμογής αυτής της μεθόδου είναι ο εξής :

1. Προεξόφληση των μερισμάτων που προκύπτουν από την ανάλυση και την πρόβλεψη των χρηματοοικονομικών στοιχείων.
2. Προεξόφληση μερισμάτων που παρουσιάζουν σταθερή άνοδο (**τύπος του Gordon**), όπου ο μαθηματικός τύπος για τον υπολογισμό είναι ο παρακάτω:

$$P_0 = D_1 / r - g$$

Όπου,

P₀: είναι η ονομαστική τιμή, **D₁**: είναι το μέρισμα, **r**: είναι το επιτόκιο κινδύνου και **g**: είναι ο ρυθμός μεταβολής ανόδου.

3. Προεξόφληση μερισμάτων σε δύο στάδια. Στην περίπτωση αυτή γίνεται η υπόθεση ότι υπάρχει μία περίοδος όπου τα μερίσματα παρουσιάζουν μεγάλη άνοδο και στην συνέχεια επιστρέφουν σε κανονικούς ρυθμούς ανάπτυξης. Έτσι έχουμε:

$$P_0 = D_0 [1 + gH / r - gH] * [1 - (1 + gH / 1 + r)^n] + D_0 (1 + gH)^n * (1 + gL) / (r - gL) * (1 + r)^n$$

Όπου,

P₀: είναι η ονομαστική τιμή, **D**: είναι το μέρισμα, **r**: είναι το επιτόκιο κινδύνου και **n**: είναι η περίοδος 1,2,3 κτλ.,

gH: είναι ο ρυθμός μεταβολής (ανόδου) κατά την περίοδο της μεγάλης αύξησης του ρυθμού,

gL: είναι ο ρυθμός μεταβολής (ανόδου) κατά την περίοδο της σταθερότητας.

4. Προεξόφληση μερισμάτων σε τρία στάδια. Ως επιτόκιο κινδύνου ή προεξόφλησης οι περισσότεροι μελετητές χρησιμοποιούν και σε αυτή τη μέθοδο το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου. Η αξία της επιχείρησης είναι άμεσα συσχετιζόμενη με τον προσδοκώμενο ρυθμό αύξησης των μερισμάτων (Αρτίκης, 2002).

3.2.6 Πολλαπλασιαστές πωλήσεων (Sales multiples)

Αυτή η μέθοδος αποτίμησης, η οποία χρησιμοποιείται σε ορισμένες επιχειρήσεις, δίνει τον υπολογισμό της αξίας μιας εταιρείας πολλαπλασιάζοντας τις πωλήσεις της με έναν αριθμό ή πολλαπλασιαστή.

Η αναλογία τιμή / πωλήσεις μπορεί να χωριστεί σε δύο ακόμη αναλογίες:

$$\text{Τιμή} / \text{Πωλήσεις} = (\text{τιμή} / \text{κέρδη}) * (\text{κέρδη} / \text{πωλήσεις})$$

Ο πρώτος λόγος (τιμή / κέρδη) είναι το P/E και ο δεύτερος (κέρδη / πωλήσεις) είναι συνήθως γνωστός ως συντελεστής καθαρού κέρδους (Γκίκας κ.α., 2010).

Προκειμένου να χρησιμοποιηθεί η μέθοδος των πολλαπλασιαστών πωλήσεων για την αποτίμηση μιας επιχείρησης, απαιτείται ουσιαστικά ο προσδιορισμός της μέσης αναλογίας του επιθυμητού πολλαπλασιαστή για τον κλάδο όπου δραστηριοποιείται η εταιρεία (Αρτίκης, 2002; Λαζαρίδης, 2005).

3.2.7 Άλλοι πολλαπλασιαστές (Other multiples)

Εκτός από το P/E και τον λόγο τιμή/πωλήσεις, οι πιο συχνά χρησιμοποιούμενοι πολλαπλασιαστές είναι:

- Αξία Εταιρείας / Κέρδη προ τόκων και προ φόρων (EBIT)
- Αξία Εταιρείας / Κέρδη προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων (EBITDA)
- Αξία Εταιρείας / Ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες
- Αξία Ιδίων Κεφαλαίων / Λογιστική Αξία
(Αρτίκης, 2002; Λαζαρίδης, 2005)

3.2.8 Η μέθοδος της χρηματιστηριακής τιμής

Βασική αρχή αυτής της μεθόδου είναι αυτή της αποτελεσματικής αγοράς. Αποτελεσματική αγορά είναι η αγορά κεφαλαίου στην οποία οι τιμές των μετοχών προσαρμόζονται σε κάθε πληροφορία, ποσοτική ή ποιοτική με αποτέλεσμα να αντικατοπτρίζουν κάθε στιγμή την σωστή αξία της επιχείρησης.

Η κεφαλαιαγορά εξαρτάται από τα επιτόκια, τις προοπτικές της οικονομίας, το συναλλαγματικό κόστος της επένδυσης, τη ρευστότητα της κεφαλαιαγοράς και το νομικό πλαίσιο.

Βασική υπόθεση για την τεχνική ανάλυση είναι ότι η «συμπεριφορά» των μετοχών επαναλαμβάνεται. Για αυτό χρησιμοποιούνται:

- Γραμμές τάσης
- Κινητοί μέσοι όροι
- Σχηματισμοί τιμών και όγκων
- Δείκτες συμπεριφοράς τιμών

Η τεχνική ανάλυση χρησιμοποιείται σχεδόν αποκλειστικά από χρηματιστηριακούς και χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς για την πρόβλεψη των τιμών, έχοντας ως σκοπό την κερδοσκοπία στην κεφαλαιαγορά μέσω της βραχυπρόθεσμης πρόβλεψης της τεχνικής ανάλυσης (Γκίκας κ.α., 2010).

3.2.9 Η μέθοδος Συνολική Απόδοση Μετόχου (Total Return to Shareholder)

Η αξία της επιχείρησης είναι το άθροισμα της αγοραίας τιμής του μετοχικού κεφαλαίου και των μερισμάτων της. Οι προβλέψεις για τις χρηματιστηριακές μεθόδους, γίνονται με τη χρήση της τεχνικής ανάλυσης, ενώ για το σκέλος των κερδών χρησιμοποιούνται οι κλασικές μέθοδοι προβλέψεων χρηματοοικονομικών στοιχείων. Η μέτρηση είναι το αλγεβρικό άθροισμα της αγοραίας τιμής του μετοχικού κεφαλαίου και των μερισμάτων (Αρτίκης, 2002; Λαζαρίδης, 2005).

3.2.10 Η μέθοδος της επιτροπής κεφαλαιαγοράς

Η επιτροπή κεφαλαιαγοράς χρησιμοποιεί έναν αριθμοδείκτη, ώστε να υπολογίζει την αξία της κάθε εταιρείας. Με βάση την επιτροπή κεφαλαιαγοράς η αξία της επιχείρησης δίνεται από τον παρακάτω μαθηματικό τύπο:

$$\text{Αξία Επιχείρησης} = \text{ΚΠΘ} + \text{ΜΟΚ} * \text{ΠΚ}$$

Όπου,

ΚΠΘ: είναι η Καθαρή Περιουσιακή Θέση,

ΜΟΚ: είναι το Μέσο Οργανικό Κέρδος της τελευταίας πενταετίας και

ΠΚ: είναι ο Πολλαπλασιαστής Κερδών.

Ανάλογα με την οικονομική κατάσταση (επιτόκια, πληθωρισμός, ρυθμοί ανάπτυξης ΑΕΠ και του κλάδου που ανήκει η επιχείρηση) αλλάζει ο πολλαπλασιαστής κερδών, έτσι ώστε να προσαρμόζεται καλύτερα ο αριθμοδείκτης στην πραγματικότητα (Γκίκας κ.α., 2010).

3.3 Μέθοδοι βασισμένες στην υπεραξία (Goodwill-based methods)

Οι μέθοδοι αυτές βασίζονται στην υπεραξία της εταιρείας (Goodwill - based methods). Οι μέθοδοι αυτές είναι η κλασική μέθοδος της υπεραξίας, η απλοποιημένη μέθοδος του εισοδήματος υπεραξίας, η μέθοδος της ένωσης των Ευρωπαϊκών Εμπειρογνομόνων Λογιστών, η έμμεση μέθοδος, η αγγλοσαξονική ή άμεση μέθοδος, η μέθοδος των αγοραζόμενων ετήσιων κερδών και η μέθοδος του κινδύνου και του άνευ κινδύνου (Γκίκας κ.α., 2010).

Το goodwill μίας εταιρείας γενικά υπολογίζεται με βάση το μέσο όρο των οργανικών καθαρών κερδών της τελευταίας τριετίας. Από τα κέρδη αυτά εκπίπτουν οι τόκοι των ιδίων κεφαλαίων, υπολογιζόμενοι με το τρέχον επιτόκιο. Το επιτόκιο που πρέπει να ληφθεί υπόψη είναι το επιτόκιο τίτλων σταθερής απόδοσης του Ελληνικού Δημοσίου (Αρτίκης, 2002; Λαζαρίδης, 2005).

3.4 Μέθοδοι ταμειακών ροών

Η αξία κάθε εταιρείας είναι η παρούσα αξία της αποτίμησης των ελεύθερων ταμειακών ροών της στο διηνεκές. Εάν κατά την αποτίμηση μιας εταιρείας χρησιμοποιηθεί η μέθοδος των προεξοφλημένων ταμειακών ροών, πρέπει να υπολογιστούν οι ελεύθερες ταμειακές ροές για μια βραχεία περίοδο, τριών ή πέντε χρόνων και αυτές θα πρέπει να προεξοφλούνται με το σταθμισμένο μέσο κόστος κεφαλαίου (Young et.al., 2001).

Αυτό έχει ως αποτέλεσμα, να υπολογιστεί *η αξίας της στα επόμενα χρόνια* χρησιμοποιώντας τον αναπτυσσόμενο στο διηνεκές τύπο:

Ελεύθερες ταμειακές ροές κατά τον πρώτο χρόνο μετά την προβλεπόμενη περίοδο / Σταθμισμένο μέσο κόστος κεφαλαίου - προσδοκώμενη αύξηση στις μελλοντικές ταμειακές ροές (Γκίκας κ.α., 2010).

Το μόνο που ενδιαφέρει κάποιες κατηγορίες των ενδιαφερόμενων μερών είναι η δυνατότητα της επιχείρησης να παράγει χρήματα, και αυτός είναι και ο βασικός παράγοντας για την αποκοπή μερίσματος στους μετόχους, για την εξασφάλιση της αξίας της επιχείρησης, αλλά είναι και ένας καλός κοινός παρονομαστής σύγκρισης των επιχειρήσεων μεταξύ τους (Αρτίκης, 2002; Λαζαρίδης, 2005).

Μέσα από τις καταστάσεις των ταμειακών ροών μπορούν να αποκαλυφθούν διάφορες πληροφορίες όπως:

- αν οι συνολικές δραστηριότητες της επιχείρησης (επενδυτικές, χρηματοδοτικές, και λειτουργικές) δημιουργούν θετική ή όχι ταμειακή ροή
- αν οι λειτουργικές δραστηριότητες της δημιουργούν θετική ή όχι ταμειακή ροή
- τον τρόπο ανεύρεσης (πηγή) των κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση των κεφαλαιακών δαπανών της (δανεισμός, ίδια κεφάλαια και έκδοση τίτλων)
- τις χρήσεις των κεφαλαίων
- τη ροή των μετρητών μέσα σε μία επιχείρηση
- το συγκριτικό εργαλείο ανάμεσα σε επιχειρήσεις με διαφορετικές λογιστικές πολιτικές

- αν βοηθούν τον χρήστη να ερμηνεύσει την χρηματοοικονομική δομή της επιχείρησης, να προσδιορίσει τη φερεγγυότητά της και την ικανότητά της να προσαρμόζεται στις αλλαγές του περιβάλλοντος και της αγοράς
(Αρτίκης, 2002; Λαζαρίδης, 2005)

Οι καταστάσεις των ταμειακών ροών μπορούν να βοηθήσουν τους αναλυτές αν αξιολογήσουν την ικανότητα της επιχείρησης να ρευστοποιεί τα κέρδη της, να πληρώνει τα μερίσματα, να χρηματοδοτεί νέες επενδύσεις, να εξυπηρετεί τις υποχρεώσεις της και να συνεχίζει τις λειτουργικές της δραστηριότητες (Γκίκας κ.α., 2010).

Οι καταστάσεις αυτές αποτελούν ένα παράγοντα αξιολόγησης για το πώς μία επιχείρηση μπορεί να παράγει κέρδη και σε τι βαθμό είναι αποτελεσματική και αποδοτική ως προς τους συντελεστές παραγωγής, το ανθρώπινο δυναμικό, την επιχειρηματικότητα, τον τρόπο οργάνωσης αλλά και την αξιοποίηση του μηχανολογικού εξοπλισμού της (Γκίκας κ.α., 2010).

Τα σημαντικότερα μέτρα αποτίμησης, σύμφωνα με διάφορα στελέχη, μετόχους, επενδυτές είναι τα λογιστικά κέρδη, οι ταμειακές ροές, τα μερίσματα και η χρηματιστηριακή τιμή. Τα μερίσματα εξαρτώνται από τα λογιστικά κέρδη, τις ταμειακές ροές, την στρατηγική της επιχείρησης (business plan), την πολιτική μερισμάτων που έχει υιοθετήσει η επιχείρηση και την διαπραγματευτική δύναμη των μετόχων κ.α., τα οποία αποτελούν παράγοντες που συνδέονται με την αξία της επιχείρησης. Από την άλλη πλευρά, η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής έχει το μειονέκτημα ότι μπορεί να είναι υποτιμημένη ή υπερτιμημένη, ανάλογα με τις προσδοκίες των κερδοσκόπων (Αρτίκης, 2002; Λαζαρίδης, 2005).

Συχνά παρατηρείται ότι μία επιχείρηση μπορεί να παράγει κέρδη αλλά να μην έχει πλεόνασμα ταμειακών ροών, όπως επίσης μπορεί να συμβαίνει και το αντίθετο. Ένα ακόμα φαινόμενο που παρατηρείται είναι ότι κάποιες επιχειρήσεις μπορούν να παράγουν κέρδη χωρίς όμως να παρουσιάζουν αυξημένες ταμειακές ροές, λόγω κυρίως λειτουργικών παραγόντων (Γκίκας κ.α., 2010).

Από τα παραπάνω, προκύπτει ότι το σημαντικό για την αξία μιας επιχείρησης δεν είναι μόνο η παρουσίαση λογιστικών κερδών ούτε η επίτευξη θετικών ταμειακών ροών, αλλά ο συνδυασμός και των δύο παραγόντων, έτσι ώστε να υπάρχει θετική αξία στην επιχείρηση (Αρτίκης, 2002; Λαζαρίδης, 2005).

Οι παράγοντες που επηρεάζουν την παραγωγή κερδών είναι οι εξής:

- Η διαχείριση των διαθεσίμων
- Οι αυξημένες πωλήσεις
- Η επενδυτική πολιτική
- Η διαχείριση του κόστους παραγωγής προϊόντων και υπηρεσιών

Οι παράγοντες που επηρεάζουν την παραγωγή ελεύθερων ταμειακών ροών είναι:

- Η διαχείριση των διαθεσίμων και του κεφαλαίου κίνησης
- Η πιστωτική πολιτική και η δυνατότητα της επιχείρησης να μετατρέπει τις πωλήσεις σε ταμειακή ροή, γεγονός πολύ σημαντικό όχι μόνο για την ανάπτυξη της επιχείρησης αλλά και για τη βιωσιμότητά της
- Η επενδυτική πολιτική
- Η πολιτική αποσβέσεων
- Η φορολογία

(Γκίκας κ.α., 2010)

Στο σημείο αυτό, μπορεί να αναφερθούν και οι βασικές διαφορές μεταξύ των λογιστικών κερδών και των ταμειακών ροών:

■ Τα λογιστικά κέρδη υπολογίζονται χρησιμοποιώντας τα έσοδα και τα έξοδα που δημιουργήθηκαν μέσα στη χρήση, χωρίς να είναι απαραίτητο ότι εισπράχθηκαν, δηλαδή χωρίς να γνωρίζουμε αν πραγματοποιήθηκε η συναλλαγή, σε αντίθεση με τις ταμειακές ροές που αποτυπώνουν μόνο την πληρωμή και την είσπραξη μετρητών. Η χρονική αυτή υστέρηση ανάμεσα στην συμφωνία συναλλαγής και την είσπραξη ή πληρωμή της αντίστοιχης απαίτησης ή υποχρέωσης είναι η βασική πηγή κόστους χρήματος, σύμφωνα και με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα (ΔΛΠ).

■ Τα λογιστικά κέρδη επηρεάζονται άμεσα από τις αποσβέσεις των παγίων στοιχείων (λόγω κάποιας επενδυτικής δραστηριότητας), καθώς υπολογίζονται και αφαιρούνται στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης. Στον υπολογισμό των λογιστικών κερδών, σημαντικό ρόλο παίζει και η μέθοδος αποσβέσεων που χρησιμοποιείται, καθώς μπορεί να εμφανισθούν είτε διογκωμένα είτε συρρικνωμένα κέρδη με αποτέλεσμα να μην απεικονίζεται η πραγματική οικονομική κατάσταση μίας εταιρείας. Με αυτόν τον τρόπο, εμφανίζονται μεγαλύτερα λογιστικά κέρδη. Έτσι, ενώ τα λογιστικά κέρδη απεικονίζονται απαλλαγμένα από

τις αποσβέσεις, οι ταμειακές ροές υπολογίζονται απαλλαγμένες των κεφαλαιουχικών δαπανών (Αρτίκης, 2002; Λαζαρίδης, 2005).

Δεν είναι λίγοι οι υποστηρικτές της άποψης ότι οι ταμειακές ροές είναι το καλύτερο εργαλείο για την αποτίμηση μίας επιχείρησης αλλά και την σύγκριση με τις επιχειρήσεις του κλάδου. Μέσα από τις καταστάσεις των ταμειακών ροών παρέχονται περισσότερες πληροφορίες και η κατάρτιση των καταστάσεων αυτών δεν επηρεάζονται από το φορολογικό νομοθετικό πλαίσιο όπως για παράδειγμα την επιλογή της μεθόδου των αποσβέσεων ή την επιλογή της μεθόδου της αποτίμησης των αποθεμάτων (Γκίκας κ.α., 2010).

Όπως κάθε νόμισμα έχει δύο όψεις, έτσι και σε αυτή την περίπτωση υπάρχουν και μειονεκτήματα από την εφαρμογή αυτής της μεθόδου. Αυτά τα προβλήματα συνοψίζονται ως εξής:

- Θα πρέπει να μελετηθεί το χρονικό στάδιο και οι συνθήκες που επικρατούν, όπως η εποχικότητα, ο κύκλος ζωής της επένδυσης, οι συνθήκες που επικρατούν στον κλάδο κλπ.
- Θα πρέπει να αναλυθεί η στρατηγική της εταιρείας και το στάδιο ανάπτυξής της
- Θα πρέπει να ελεγχθεί η αξιοπιστία των λογιστικών στοιχείων και των υποθέσεων που έγιναν από τη διοίκηση
- Θα πρέπει να προσδιορισθεί ο σκοπός της μελέτης αποτίμησης
(Γκίκας κ.α., 2010)

Οι ταμειακές ροές μπορεί να αποτελέσουν τον καθοριστικό παράγοντα για την υλοποίηση μίας επένδυσης. Σε αυτήν την περίπτωση, θα πρέπει να υπολογισθούν οι *σχετικές ταμειακές ροές*:

$$\text{Σχετικές TP} = \text{TP} \text{ εάν η επένδυση υλοποιηθεί} - \text{TP} \text{ εάν η επένδυση απορριφθεί}$$

Όπου,

TP: είναι οι Ταμειακές Ροές.

Ο υπολογισμός των σχετικών ταμειακών ροών διευκολύνει σημαντικά την διαδικασία της λήψης απόφασης στις περιπτώσεις της αγοράς ενός παγίου ή της πραγματοποίησης ενός μικρού επενδυτικού σχεδίου (Γκίκας κ.α., 2010).

Όλοι οι επενδυτές του κεφαλαίου μίας επιχείρησης θα πρέπει να αξιολογήσουν και να εκτιμήσουν το κόστος ευκαιρίας της συμμετοχής τους στην επιχείρηση. Το κόστος ευκαιρίας είναι ένα μέτρο σύγκρισης και καλό σημείο αναφοράς για τον υπολογισμό του συντελεστή προεξόφλησης που θα χρησιμοποιηθεί για την προεξόφληση των ταμειακών ροών (Αρτίκης, 2002; Λαζαρίδης, 2005).

3.4.1 Μέθοδος των Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών

Η μέθοδος των προεξοφλημένων ταμειακών ροών χρησιμοποιείται ευρύτερα, αλλά η σωστή εφαρμογή της προϋποθέτει κατάλληλα προγράμματα και πολλούς υπολογισμούς. Στην περίπτωση που ο αναλυτής επιλέξει αυτή την μέθοδο επικεντρώνει το ενδιαφέρον του στα πλεονάσματα της επιχείρησης που μπορεί να εισπράξει και να τα επενδύσει με απώτερο σκοπό την αύξηση της αξίας της επιχείρησης και όχι στα λογιστικά κέρδη της (Young et.al., 2001).

Σύμφωνα με αυτή τη μέθοδο, η αξία της επιχείρησης ισούται με την παρούσα αξία των ταμειακών πλεονασμάτων που αναμένεται να πραγματοποιηθούν σε ορισμένο αριθμό ετών, συν την παρούσα αξία της υπολειμματικής αξίας της επιχείρησης. Αν η επιχείρηση έχει στην κατοχή της περιουσιακά στοιχεία που δεν χρησιμοποιούνται, η αξία αυτών των στοιχείων προστίθενται στην αξία των προεξοφλημένων ταμειακών πλεονασμάτων. Η αναγωγή των μελλοντικών πλεονασμάτων στο παρόν γίνεται με ένα συντελεστή, το ύψος του οποίου εξαρτάται από το μέγεθος των κινδύνων που αναλαμβάνει μία μικρή επιχείρηση. Με την προσέγγιση αυτή, μία επιχείρηση παρομοιάζεται με μία ομολογία που για μία σειρά ετών αποφέρει ορισμένο ετήσιο κέρδος και στο τέλος εξαργυρώνεται στην ονομαστική της αξία (Αρτίκης, 2002; Λαζαρίδης, 2005).

Οι βασικότερες αρχές των μεθόδων των ταμειακών ροών είναι οι παρακάτω:

- Επιχείρηση είναι το σύνολο των παραγωγικών συντελεστών και όχι μόνο τα πάγια στοιχεία του ενεργητικού. Η λογιστική αξία των παγίων δεν μπορεί να συμπεριλάβει τα συγκριτικά πλεονεκτήματα, τις ευκαιρίες, την δυναμικότητα, την επιχειρηματικότητα και τέλος την οργάνωση και λειτουργία της ίδιας της επιχείρησης.
- Η αξία της επιχείρησης ισούται με τις προεξοφλημένες καθαρές ταμειακές ροές της (πλεονάσματα).

- Οι καταστάσεις των ταμειακών ροών δίνουν περισσότερες και ποιοτικότερες πληροφορίες.
- Δίνεται η δυνατότητα να υπολογιστεί ένας ή περισσότεροι ή ακόμα και ένας συνδυασμός συντελεστών προεξόφλησης.
- Παρέχεται ευχέρεια για πρόβλεψη των ταμειακών ροών.

Για να εφαρμοστεί η μέθοδος των προεξοφλημένων ταμειακών ροών απαραίτητη προϋπόθεση είναι η ύπαρξη κερδών της επιχείρησης. Όταν, όμως τα κέρδη αυτά είναι πολύ μικρά μπορεί η αξία της επιχείρησης με τη μέθοδο προεξοφλημένων ταμειακών ροών να είναι μικρότερη από την καθαρή περιουσιακή θέση της επιχείρησης (Αρτίκης, 2002; Λαζαρίδης, 2005).

Στις περισσότερες φορές χρησιμοποιούνται οι ταμειακές ροές μετά από φόρους για τους υπολογισμούς. Ο υπολογισμός των ταμειακών ροών και η προεξόφλησή τους απαιτεί το σταθερό ρυθμό αύξησης των εσόδων και το σταθερό περιθώριο κέρδους. Μία από τις παραλλαγές με βάση έναν τύπο είναι αυτή των Miller & Modigliani (1961), όπου η εξίσωση αυτή παρουσιάζεται από τον παρακάτω τύπο:

$$\text{Αξία της Επιχείρησης} = \text{Αξία των στοιχείων ενεργητικού} + \text{Αξία της ανάπτυξης} = \text{NOPLAT} / \text{WACC} + \text{K} * \text{NOPLAT} * \text{N} * (\text{ROIC} - \text{WACC}) / \text{WACC} * (1 + \text{WACC})$$

Όπου,

NOPLAT: Net Operating Profits Less Adjusted Taxes, είναι τα καθαρά λειτουργικά κέρδη μείον τους προσαρμοσμένους φόρους,

WACC: Weighted Average Cost of Capital, είναι το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου,

K: είναι το ποσοστό των καθαρών λειτουργικών κερδών που επενδύεται,

N: είναι ο προσδοκώμενος αριθμός ετών που η επιχείρηση θα συνεχίζει να επενδύει για να πετυχαίνει την απόδοση των επενδυμένων κεφαλαίων και

ROIC: Return On Invested Capital, είναι η απόδοση του επενδυόμενου κεφαλαίου.

(Αρτίκης, 2002; Γκίκας κ.α., 2010)

3.4.2 Η ελεύθερη ταμειακή ροή (FCF)

Η ελεύθερη ταμειακή ροή (FCF) είναι η λειτουργική ταμειακή ροή μετά από φόρους, δηλαδή οι ταμειακές ροές που προέρχονται από τις λειτουργίες, χωρίς να λαμβάνεται υπόψη ο δανεισμός (χρηματοοικονομικό χρέος) (Γκίκας κ.α., 2010).

Πρόκειται για τα χρήματα που παράγονται από τα λειτουργικά στοιχεία του ενεργητικού μιας επιχείρησης και που είναι διαθέσιμα στην εταιρεία αφού αυτή έχει πρώτα καλύψει τις αναγκαίες επενδύσεις σε πάγια περιουσιακά στοιχεία και τις επενδυτικές της ανάγκες για κεφάλαιο κίνησης, με την προϋπόθεση ότι δεν υπάρχει χρέος και, ως εκ τούτου, δεν υπάρχουν χρηματοοικονομικά έξοδα (Young et.al., 2001).

Για τον υπολογισμό των μελλοντικών ελεύθερων ταμειακών ροών πρέπει να πραγματοποιηθεί πρόβλεψη των μετρητών που θα ληφθούν και που θα πρέπει να πληρωθούν σε κάθε περίοδο και αυτό αποτελεί την βασική προσέγγιση που χρησιμοποιείται για την κατάρτιση ενός προϋπολογισμού διαθεσίμων. Ωστόσο, για την αποτίμηση της εταιρείας θα πρέπει να πραγματοποιηθεί η πρόβλεψη των ταμειακών ροών σε μεγαλύτερο χρονικό ορίζοντα (Miller & Modigliani, 1963).

Ο μαθηματικός τύπος που χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό των ελεύθερων ταμειακών ροών είναι ο παρακάτω:

$$\text{Ελεύθερες Ταμειακές Ροές} = \text{Λειτουργικές Ταμειακές Ροές} - \text{Υποθετικοί ή Προβλεπόμενοι Φόροι}$$

Όπου,

Υποθετικοί ή Προβλεπόμενοι Φόροι = (Φορολογικός Συντελεστής * Καθαρά Κέρδη προ τόκων και φόρων).

Για τον υπολογισμό της προεξόφλησή τους χρησιμοποιείται ως συντελεστής το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (WACC μετά από φόρους) (Πρωτοψάλτης, 1999).

3.4.3 Ταμειακές ροές συνολικού κεφαλαίου (Free Cash Flow to Capital or Firm - FCFF)

Ο μαθηματικός τύπος για τον υπολογισμό των ταμειακών ροών του συνολικού κεφαλαίου απεικονίζεται παρακάτω:

$$\text{Ταμειακές Ροές Συνολικού Κεφαλαίου} = \text{Λειτουργικές ταμειακές ροές} - \text{Πραγματικοί Φόροι}$$

Όπου ,

Πραγματικοί Φόροι = [Φορολογικός Συντελεστής * (καθαρά κέρδη προ τόκων και φόρων - τόκοι)].

Και για την προεξόφλησή τους, ως συντελεστής χρησιμοποιείται η Προβλεπόμενη Απόδοση Ενεργητικού (πριν από φόρους) (Αρτίκης, 2002).

3.4.4 Ταμειακές ροές Μετοχικού Κεφαλαίου (Free Cash Flow to Equity - FCFE)

Ο μαθηματικός τύπος για τον υπολογισμό των ταμειακών ροών του μετοχικού κεφαλαίου απεικονίζεται παρακάτω:

$$\text{Ταμειακές Ροές Μετοχικού Κεφαλαίου} = \text{Λειτουργικές ταμειακές ροές} - \text{Πραγματικοί Φόροι} - \text{Τόκοι} - \text{Πληρωμές δανείων} + \text{Αυξήσεις Κεφαλαίου}$$

Και για την προεξόφλησή τους, χρησιμοποιείται ως συντελεστής η Προβλεπόμενη Απόδοση Μετοχικού Κεφαλαίου (K_e).

Η χρήση πραγματικών (μετά την αφαίρεση του πληθωρισμού) ταμειακών ροών και συντελεστών προεξόφλησης μπορεί να χρησιμοποιηθεί από τις επιχειρήσεις για να διευκολυνθεί η σύγκριση. Το πρόβλημα είναι ότι όλα τα ιστορικά στοιχεία δίνονται σε ονομαστικές τιμές και πρέπει να μετατραπούν σε πραγματικές τιμές πριν χρησιμοποιηθούν (Αρτίκης, 2002; Λαζαρίδης, 2005).

3.5 Μέθοδοι υπολογισμού των ταμειακών ροών

Για τον υπολογισμό των ταμειακών ροών χρησιμοποιούνται δύο μέθοδοι η έμμεση και άμεση μέθοδος (Γκίκας κ.α., 2010).

Σύμφωνα με τη μέθοδο της προεξόφλησης των ταμειακών ροών ή αξία μιας επιχείρησης ισούται με την παρούσα αξία των ταμειακών 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 απόδοσής τους και η σύγκρισή του με το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο ή με το αντίστοιχο ποσοστό μίας εναλλακτικής επένδυσης ή με τον κλαδικό δείκτη απόδοσης κεφαλαίου (Αρτίκης, 2002; Λαζαρίδης, 2005).

Υπάρχουν όμως και κάποιες δυσκολίες στην εφαρμογή της συγκεκριμένης μεθόδου. Το πρώτο πρόβλημα αφορά τα ταμειακά πλεονάσματα. Για να υπολογιστούν οι ταμειακές ροές θα πρέπει αρχικά να προεξοφλήσουμε τα ταμειακά πλεονάσματα (ΠΤΠ) μέχρι το τέλος της περιόδου εκτίμησης και στη συνέχεια να προεξοφλήσουμε την υπολειμματική αξία (ΠΥΑ). Οι ταμειακές ροές που θα προεξοφληθούν θα πρέπει να είναι καθαρές (μετά την αφαίρεση των αποσβέσεων, των τόκων και των φόρων (Γκίκας κ.α., 2010).

Το δεύτερο πρόβλημα είναι ο υπολογισμός του συντελεστή προεξόφλησης. Το τρίτο πρόβλημα αφορά τον υπολογισμό της υπολειμματικής αξίας της επιχείρησης στο τέλος της περιόδου αξιολόγησης. Το τέταρτο πρόβλημα είναι το πρόβλημα του υπολογισμού της οικονομικής ζωής της επένδυσης, άρα και ο υπολογισμός της περιόδου αξιολόγησης. Η παραπάνω μέθοδος παρουσιάζει τόσο πλεονεκτήματα όσο και μειονεκτήματα (Young et.al., 2001).

Τα πλεονεκτήματα είναι τα παρακάτω:

- Με αυτή την μέθοδο μπορούμε να προσεγγίσουμε την πηγή δημιουργίας του χρήματος.
- Η λογιστική κατάσταση των ταμειακών ροών δίνει περισσότερες πληροφορίες στον αναλυτή από τις στατιστικές λογιστικές καταστάσεις.
- Καταγράφει την δυναμική της επιχείρησης και τις προσδοκίες των ενδιαφερόμενων μερών για την πορεία της επιχείρησης.

- Μπορεί να δώσει ένα πολύ αξιόπιστο αποτέλεσμα αν χρησιμοποιείται παράλληλα με την ανάλυση αριθμοδεικτών και την χρηματοοικονομική ανάλυση.
(Αρτίκης, 2002; Λαζαρίδης, 2005)

Από την άλλη πλευρά τα *μειονεκτήματα* αυτής της μεθόδου αναφέρονται παρακάτω:

- Ο χρόνος που απαιτείται για την διεκπεραίωση αυτής της μεθόδου είναι αρκετά μεγάλος.
- Απαιτείται η γνώση χρηματοοικονομικών εργαλείων και κατανόηση τους για την επιλογή των κατάλληλων ποσών αλλά και ιδιαίτερη γνώση για την ερμηνεία των αποτελεσμάτων τους.
- Η σύνταξη των μελλοντικών ταμειακών ροών επιβάλλει την υιοθέτηση αρκετών παραδοχών και υποθέσεων, άρα μπορεί να αμφισβητηθεί το αποτέλεσμα. Οι πληροφορίες που απαιτούνται είναι πολλές και μπορεί κάποιες από αυτές να μην είναι υαλοποιήσιμες.
- Η μέθοδος απαιτεί μεγάλο στάδιο προετοιμασίας επειδή είναι πολύπλοκη.
- Η ανάλυση με αυτήν την μέθοδο πρέπει να ακολουθείται από χρηματοοικονομική μελέτη.
- Είναι πιθανό η επιχείρηση να επηρεάσει άμεσα τα ταμειακά πλεονάσματα μειώνοντας δραστικά τις επενδυτικές της δραστηριότητες και πολλαπλασιάζοντας τις χρηματοοικονομικές της δραστηριότητες.
(Αρτίκης, 2002; Γκίκας κ.α., 2010)

3.6 Μέθοδος της καθαρής περιουσιακής θέσης προσαυξημένης

Στόχος κάθε επιχείρησης είναι η δημιουργία κερδών και υπερπροσόδων. Εάν μία επιχείρηση δεν παράγει υπερπροσόδους ή κέρδη δεν μπορεί να αποτιμηθεί με αυτή τη μέθοδο. Τα οργανικά κέρδη είναι το αλγεβρικό άθροισμα των οργανικών εσόδων μείον τα οργανικά έξοδα (Young et.al., 2001).

Με την χρήση της παραπάνω μαθηματικής εξίσωσης εξαιρείται ένα μεγάλο ποσοστό εξόδων όπως οι τόκοι των δανείων, το οποίο αποτελεί το μεγαλύτερο παράγοντα χρηματοδότησης μίας εταιρείας και είναι πολύ σημαντικό κεφάλαιο. Αποτέλεσμα αυτής της

διαδικασίας είναι να δημιουργείται ένα κενό στην εκτίμηση της αξίας, ιδιαιτέρως όταν η επιχείρηση βασίζεται σε μεγαλύτερο βαθμό στα δανειακά κεφάλαια και η εξυπηρέτηση των δανείων απαιτεί μεγάλες ταμειακές εκροές τα οργανικά κέρδη να μην δίνουν την πραγματική εικόνα της επιχείρησης. Λαμβάνοντας υπόψη τους παραπάνω πολύ σημαντικούς περιορισμούς, η αποτίμηση της εταιρείας με την χρήση αυτής της μεθόδου δεν είναι ακριβής. Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, η αξία της επιχείρησης είναι το άθροισμα της καθαρής περιουσιακής θέσης της και της παρούσας αξίας της υπερπροσόδου (Αρτίκης, 2002; Λαζαρίδης, 2005).

Η παρούσα αξία της υπερπροσόδου υπολογίζεται ως εξής:

Υπολογίζονται τα αναμενόμενα οργανικά κέρδη των επόμενων πέντε ετών, υπολογίζεται το απασχολούμενο κεφάλαιο της επιχείρησης αφαιρώντας από το ενεργητικό όλα τα μη λειτουργικά στοιχεία, υπολογίζεται για κάθε χρόνο ο τόκος του απασχολούμενου κεφαλαίου και ονομάζεται κανονική πρόσοδος, από το οργανικό κέρδος κάθε χρόνου αφαιρείται η κανονική πρόσοδος του ίδιου χρόνου και προκύπτει η υπερπρόσοδος. Έπειτα, βρίσκεται ο μέσος όρος των αναμενόμενων υπερπροσόδων των επόμενων πέντε ετών, υπολογίζεται η παρούσα αξία των υπερπροσόδων με συντελεστή προεξόφλησης το επιτόκιο και αυξημένο ανάλογα με τον κίνδυνο της επιχείρησης (Λαζαρίδης, 2005; Young et.al., 2001).

Τα κύρια χαρακτηριστικά της μεθόδου είναι τα εξής:

- Η φορολογία αποκλείεται ως παράγοντας που επηρεάζει την εκτίμηση και τείνει να ευνοήσει τις επιχειρήσεις που έχουν υψηλότερο συντελεστή (κυρίως εμπορικές).
- Τα δανειακά κεφάλαια αποτελούν ολοένα το σημαντικότερο στήριγμα των επιχειρήσεων για άντληση κεφαλαίων, πράγμα που δεν λαμβάνεται υπόψη σε αυτή τη μέθοδο και επηρεάζει άμεσα την αξία της επιχείρησης.
- Η μέθοδος λαμβάνει υπόψη της τον παράγοντα επιχειρηματικότητα.
- Στην περίπτωση που μεγάλο τμήμα των κεφαλαίων της επιχείρησης δεν απασχολείται (έλλειψη επιχειρηματικότητας), τότε η εκτίμηση εξαρτάται αποκλειστικά και μόνο σε ένα τμήμα των συνολικών κεφαλαίων. Η διαπίστωση αυτή μειώνει σημαντικά, επίσης, και την εκτίμηση των μελλοντικών υπερπροσόδων.
- Δεν λαμβάνονται υπόψη στον υπολογισμό των οργανικών κερδών έκτακτα έσοδα και έξοδα, με αποτέλεσμα η μέθοδος να παρουσιάζει αποκλίσεις από την πραγματικότητα.

- Η μέθοδος δεν λαμβάνει υπόψη τον οικονομικό, επιχειρηματικό και επενδυτικό κύκλο, με συνέπεια την διαφορά στην αφετηρία υπολογισμού των μελλοντικών υπερπροσόδων (μια εκτίμηση μπορεί να ξεκινά από το χρονικό σημείο της ύφεσης, ενώ μία άλλη από το χρονικό σημείο της ωρίμανσης της επένδυσης).
- Η πενταετία μπορεί να είναι μικρό σχετικά χρονικό διάστημα για την ασφαλή εκτίμηση του μέσου όρου των υπερπροσόδων. Έτσι, αν οι επενδύσεις που έχει κάνει μία επιχείρηση αρχίσουν να αποδίδουν από το τέταρτο έτος και μετά, οι υπερπρόσοδοι που θα υπολογισθούν θα είναι σχετικά μικρές, ενώ εάν οι επενδύσεις έχουν υψηλές αποδόσεις τα πρώτα έτη και στην συνέχεια οι αποδόσεις πέφτουν, τότε οι υπερπρόσοδοι θα είναι μεγάλες.
(Αρτίκης, 2002; Λαζαρίδης, 2005)

Για τον υπολογισμό της αποτίμησης της εταιρείας με αυτή την μέθοδο θα πρέπει πρώτα να υπολογιστεί η καθαρή περιουσιακή θέση και στην συνέχεια να υπολογιστεί η υπερπρόσοδος.

Για τον υπολογισμό πρέπει να ληφθούν υπόψη κάποιες προϋποθέσεις, οι οποίες αναφέρονται παρακάτω:

1. Η εταιρεία παράγει περισσότερα από τα αναμενόμενα / κανονικά κέρδη.
2. Το επιτόκιο είναι γνωστό στην διάρκεια του χρόνου και μπορεί να προβλεφθεί με σχετική ασφάλεια για την επόμενη πενταετία.
3. Έχει περατωθεί η διαδικασία αποτίμησης της καθαρής περιουσιακής θέσης της επιχείρησης.
4. Οι λογιστικές πολιτικές της επιχείρησης είναι σταθερές και σαφώς προσδιορισμένες. Ειδικά οι πολιτικές που αφορούν την επιμέτρηση των οργανικών εσόδων και εξόδων.
5. Η επιχείρηση υπολογίζει τα οργανικά κέρδη της, εξαιρουμένων των εκτάκτων και ανόργανων εσόδων και εξόδων (κανονική λειτουργία) και των τόκων των δανειακών κεφαλαίων. Οι τόκοι δεν συμπεριλαμβάνονται στον υπολογισμό των οργανικών κερδών, γιατί οι τόκοι των δανειακών κεφαλαίων συμπεριλαμβάνονται στον υπολογισμό των τόκων των απασχολούμενων κεφαλαίων. Οι *συνολικοί τόκοι* υπολογίζονται με βάση τον τύπο:

$$\text{Συνολικοί τόκοι} = \text{Τόκοι μετοχικού κεφαλαίου} + \text{Τόκοι δανειακού κεφαλαίου}$$

6. Τα οργανικά κέρδη θα πρέπει να συμπεριλαμβάνουν και τις αποσβέσεις (με την λογική ότι οι αποσβέσεις είναι άμεσα συνυφασμένες με την παραγωγική λειτουργία της επιχείρησης και μεγάλο τμήμα τους λογίζεται ως ενσωματωμένο στο κόστος παραγωγής, καθώς και με το γεγονός ότι η καθαρή περιουσιακή θέση της επιχείρησης παραμένει η ίδια στην πορεία του χρόνου).
7. Η επιχείρηση είναι σε λειτουργία τα τελευταία 5 έτη τουλάχιστον.
8. Η επιχείρηση μπορεί να διακρίνει τα πάγια ή άλλα στοιχεία του ενεργητικού της που δεν απασχολούνται άμεσα στην παραγωγική διαδικασία.
9. Στον υπολογισμό των εσόδων - εξόδων δεν περιλαμβάνονται τα έκτακτα και ανόργανα έσοδα - έξοδα. Τον αναλυτή τον ενδιαφέρει η κανονική λειτουργία της επιχείρησης και όχι η ασυνεχής πραγματοποίηση εσόδων και εξόδων.
10. Το επιτόκιο καταθέσεων ή ομολόγων είναι ένας καλός δείκτης για τον προσδιορισμό του συντελεστή προεξόφλησης. Το επιτόκιο, όμως, δεν είναι σε καμία περίπτωση ο μοναδικός δείκτης - παράγοντας προσδιορισμού του συντελεστή προεξόφλησης. Σε εποχές που ο πληθωρισμός είναι υψηλός το επιτόκιο δίνει ψευδή εικόνα (δηλαδή μπορεί το πραγματικό επιτόκιο να είναι αρνητικό).
(Αρτίκης, 2002; Λαζαρίδης, 2005; Γκίκας κ.α., 2010)

Παρόλα αυτά, υπάρχουν δύο τρόποι για να χρησιμοποιηθεί αυτή η μέθοδος, με τη χρήση αποκλειστικά και μόνο ιστορικών στοιχείων και με τη χρήση προβλεπόμενων στοιχείων. Ο αναλυτής θα πρέπει να έχει λάβει υπόψη του τις παραμέτρους που είναι απαραίτητες για τον υπολογισμό της αποτίμησης μίας επιχείρησης με βάση τις μεθόδους αυτές. Κατά τον υπολογισμό της αξίας / αποτίμησης της επιχείρησης υπάρχουν και κάποιες ιδιαίτερες δυσκολίες όπως και σε κάθε μέθοδο που χρησιμοποιείται. Η δυσκολία παρουσιάζεται στο σημείο που η δημιουργία των προβλέψεων μπορεί να αμφισβητηθεί (Young et.al., 2001).

Κατά την χρήση αυτής της μεθόδου υπάρχουν πολλά πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα. Τα πλεονεκτήματα της έχουν αναλυθεί και στην μέθοδο της καθαρής περιουσιακής θέσης καθώς είναι τα ίδια. Επίσης, η χρήση της χρησιμοποιούνται συνδυαστικά στοιχεία τόσο του ισολογισμού όσο και της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσεως (Young et.al., 2001).

Από την άλλη μεριά, τα μειονεκτήματα που απορρέουν από την χρήση αυτής της μεθόδου είναι όλα τα μειονεκτήματα που έχουν αναλυθεί στην μέθοδο της καθαρής περιουσιακής θέσης. Επίσης, οι πληροφορίες που απαιτούνται είναι πολλές όπως και οι

προϋποθέσεις και οι παραδοχές για την εφαρμογή της με αποτέλεσμα να μπορεί να αμφισβητηθεί πολύ εύκολα. Η εφαρμογή της δεν μπορεί να γίνει σε όλους τους κλάδους των επιχειρήσεων. Η αναπροσαρμογή των στοιχείων του ενεργητικού που απαιτείται είναι χρονοβόρα και δύσκολη. Ο υπολογισμός των απασχολούμενων κεφαλαίων μπορεί να στηριχθεί σε υποκειμενικές εκτιμήσεις (Breaky et.al, 2007; Σακέλλης, 2001).

3.7 Μέθοδος Προστιθέμενης οικονομικής αξίας

Η μέθοδος της Προστιθέμενης Οικονομικής Αξίας (ΠΟΑ) έχει την βάση της σε ιστορικά λογιστικά στοιχεία. Ο μαθηματικός τύπος που χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό της αξίας μίας επιχείρησης με την μέθοδο *προστιθέμενης οικονομικής αξίας* είναι ο παρακάτω:

$$\text{ΠΟΑ} = \text{Λειτουργικά Έσοδα Μετά από Φόρους} - (\text{Επενδυμένα Κεφάλαια} * \text{Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου})$$

Το αποτέλεσμα της μεθόδου προστιθέμενης οικονομικής αξίας (ΠΟΑ) μπορεί να είναι θετικό ή αρνητικό. Ο στόχος μιας επιχείρησης είναι να έχει θετική και αυξανόμενη προστιθέμενη οικονομική αξία (Young et.al., 2001).

Η *αγοραία αξία* της επιχείρησης είναι ίση με :

$$\text{Αγοραία Αξία} = \text{Λογιστική Αξία του μετοχικού κεφαλαίου} + \text{Παρούσα Αξία των Μελλοντικών ΠΟΑ}$$

Η προσέγγιση αυτής της μεθόδου με βάση τον λειτουργικό τύπο ξεκινά με τα στοιχεία ενεργητικού για να καταλήξει στο υπενδεδυμένο κεφάλαιο. Η προσέγγιση της προστιθέμενης οικονομικής αξίας (ΠΟΑ) με βάση τον χρηματοοικονομικό τύπο ξεκινά από τις υποχρεώσεις (δανεισμός) και προσθέτει το μετοχικό κεφάλαιο και όλα τα στοιχεία που είναι ισοδύναμα του μετοχικού κεφαλαίου για να καταλήξει στην επανεπένδυση του κεφαλαίου. Στη συνέχεια, χρησιμοποιείται το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου, με σκοπό να υπολογισθεί το κόστος κεφαλαίου. Τέλος, το ποσό του κόστους κεφαλαίου αφαιρείται από τα καθαρά λειτουργικά κέρδη μετά από φόρους. Το αποτέλεσμα είναι η προστιθέμενη οικονομική αξία (ΠΟΑ) (Αρτίκης, 2002; Λαζαρίδης, 2005).

«Η αξία του μετοχικού κεφαλαίου μπορεί να γίνει με την χρήση είτε της λογιστικής αξίας, είτε της αγοραίας αξίας. Ο υπολογισμός των υποχρεώσεων, επίσης, μπορεί να γίνει με την χρήση, είτε της λογιστικής αξίας, είτε της αγοραίας αξίας» (Young et.al., 2001).

Κατά την χρήση αυτής της μεθόδου, υπάρχουν πολλά πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα. Τα πλεονεκτήματα της είναι ότι η μέθοδος αυτή χρησιμοποιείται όχι μόνο για αποτίμηση αλλά και για ρύθμιση συστημάτων αμοιβών και κινήτρων απόδοσης. Με την μέθοδο αυτή, επίσης, υπάρχει η δυνατότητα του περιορισμού των λογιστικών ανωμαλιών που μπορεί να προκύπτουν στην απεικόνιση των λογιστικών καταστάσεων λόγω του ότι οι επιχειρήσεις θέλουν να στρεβλώσουν την εικόνα τους (Young et.al., 2001).

Η εφαρμογή της είναι εύκολη και αποδεκτή από όλους της κλάδους της οικονομίας. Επίσης, η μέθοδος αυτή μπορεί και απεικονίζει και αποκαλύπτει σε ορθό τρόπο την αγοραία αξία της επιχείρησης, λόγω του γεγονότος ότι χρησιμοποιούνται μέτρα και στοιχεία που γίνονται αντιληπτά άμεσα από την αγορά και δεν μπορεί εύκολα να τα αμφισβητήσει κάποιος. Από την άλλη μεριά, τα μειονεκτήματα που παρουσιάζονται από την χρήση αυτής της μεθόδου είναι ότι βασίζεται σε χρηματοοικονομικές - λογιστικές μεθόδους γι' αυτό είναι επιρρεπής σε χειραγώγηση. Επίσης, εστιάζει στα άμεσα οικονομικά αποτελέσματα με συνέπεια την μείωση του κινήτρου για σχεδιασμό και ανάπτυξη μακροπρόθεσμων στρατηγικών (Αρτίκης, 2002; Λαζαρίδης, 2005).

Οι πληροφορίες που απαιτούνται για τον σωστό υπολογισμό της αποτίμησης μίας επιχειρηματικής μονάδας είναι πολλές και αυτό την καθιστά ως χρονοβόρα και πολύπλοκη διαδικασία. Ο αναλυτής θα πρέπει να έχει πλήρη γνώση και τεχνογνωσία των εργαλείων και των όρων για την σωστή εφαρμογή της κάτι που είναι πολύ δύσκολο και η τεχνογνωσία αυτή δεν είναι ιδιαίτερα διαδεδομένη (Αρτίκης, 2002; Young et.al., 2001).

3.8 Μέθοδος των Κεφαλαιοποιημένων Οργανικών Κερδών

Η μέθοδος κεφαλαιοποιημένων οργανικών κερδών έχει πολλές ομοιότητες με τη μέθοδο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών. Η ομοιότητα έχει να κάνει με την κεφαλαιοποίηση των αναμενόμενων ωφελημάτων από την επιχείρηση. Όμως, οι δύο αυτές μέθοδοι έχουν και τις διαφορές τους. Οι πιο σημαντικές διαφορές της μεθόδου των κεφαλαιοποιημένων οργανικών κερδών από την μέθοδο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών είναι οι εξής: η μία μέθοδος

χρησιμοποιεί τα ταμειακά πλεονάσματα και η άλλη τα οργανικά κέρδη (Αρτίκης, 2002; Λαζαρίδης, 2005).

Η μέθοδος των προεξοφλημένων ταμειακών ροών υπολογίζει συνήθως την αξία του ενεργητικού και έπειτα την αξία της επιχείρησης, ενώ η μέθοδος κεφαλαιοποιημένων οργανικών κερδών υπολογίζει κατευθείαν την αξία της επιχείρησης. Για την εφαρμογή της μεθόδου των κεφαλαιοποιημένων οργανικών κερδών γίνεται η υπόθεση ότι τα οργανικά κέρδη δεν περιλαμβάνουν άλλα έσοδα εκτός από εκείνα που προέρχονται από πωλήσεις προϊόντων, εμπορευμάτων και υπηρεσιών και τα έξοδα δεν περιλαμβάνουν έκτακτα έξοδα όπως πρόστιμα κλπ (Young et.al., 2001; Γκίκας κ.α., 2010).

Για να υπολογιστούν τα οργανικά αποτελέσματα παίρνουν υπόψη τις χρηματοοικονομικές δαπάνες. Για την εκτίμηση των εσόδων και των εξόδων δεν λαμβάνονται υπόψη οι συνθήκες της αγοράς. Στη συγκεκριμένη μέθοδο, όλοι οι υπολογισμοί πρέπει να γίνουν σε τρέχουσες τιμές. Επίσης, η μέθοδος αυτή αγνοεί τους κινδύνους που αναλαμβάνει η επιχείρηση. Η υπολειμματική αξία της επιχείρησης υπολογίζεται ανάλογα με την πορεία των κερδών, λαμβάνοντας υπόψη τα κέρδη μιας δεύτερης σειράς ετών προεξοφλημένα στο τέλος του χρονικού ορίζοντα ή την περιουσιακή θέση της εταιρείας (Αρτίκης, 2002; Λαζαρίδης, 2005).

Τέλος, ο χρονικός ορίζοντας για την κεφαλαιοποίηση των κερδών της επιχείρησης είναι πέντε χρόνια. Η χρήση της μεθόδου αυτής δεν είναι αρκετά διαδεδομένη και αυτό γιατί οι αναλυτές υποστηρίζουν ότι η μέθοδος δεν λαμβάνει υπόψη της την κεφαλαιακή και περιουσιακή θέση της επιχείρησης. Επίσης, δεν λαμβάνεται υπόψη η λογιστική κατάσταση των παγίων περιουσιακών στοιχείων του ενεργητικού και έτσι δεν υπάρχει αντιστοίχιση στοιχείων ενεργητικού και της οικονομικής απόδοσης, κάτι που συμβαίνει και με τα χρηματοοικονομικά έξοδα μίας επιχείρησης (Αρτίκης, 2002; Λαζαρίδης, 2005).

Επίσης, τα οργανικά κέρδη υπολογίζονται προ φόρων κάτι που δεν είναι ικανοποιητικό καθώς δεν παρουσιάζεται η ακριβής οικονομική κατάσταση της εταιρείας. Ο συντελεστής κεφαλαιοποίησης που χρησιμοποιείται είναι συνήθως ο μέσος όρος απόδοσης της αγοράς. Δεν υπάρχει τυποποίηση της μεθόδου και για αυτό το λόγο δεν μπορεί να γίνει σύγκριση με άλλες μεθόδους αλλά και τις τιμές που παίρνει ο κλάδος. Λόγω των υποθέσεων και των παραδοχών που θα πρέπει να γίνουν δεκτές για να γίνει δυνατή η εκτέλεση της αποτίμησης με τη μέθοδο της κεφαλαιοποίησης των οργανικών κερδών, περιορίζεται

σημαντικά το εύρος των επιχειρήσεων που μπορεί να χρησιμοποιηθεί (Γκίκας κ.α., 2010; Αρτίκης, 2002; Λαζαρίδης, 2005).

Ο μαθηματικός τύπος που χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό της αποτίμησης αυτής της μεθόδου, λαμβάνοντας υπόψη τις παραδοχές ότι η μέση απόδοση της αγοράς αποτελεί τον κατάλληλο συντελεστή κεφαλαιοποίησης και τα κέρδη είναι υπολογισμένα προ φόρων είναι ο παρακάτω:

$$\text{Αξία επιχείρησης} = \text{Προβλεπόμενα Ετήσια Μελλοντικά Κέρδη} / i$$

Κατά την χρήση αυτής της μεθόδου, υπάρχουν πολλά πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα. Τα πλεονεκτήματα της αναφέρονται παρακάτω: τα οργανικά κέρδη της επιχείρησης προκύπτουν από αυτή τη μέθοδο, για αυτό το λόγο η μέθοδος αυτή εστιάζει στις βασικές δραστηριότητες της επιχείρησης, αγνοώντας τα έκτακτα λογιστικά γεγονότα. Ο αναλυτής και ο τελικός χρήσης της μελέτης αυτής λαμβάνει περισσότερες πληροφορίες από τη λογιστική κατάσταση των ταμειακών ροών σε μεγάλο χρονικό διάστημα παρά από τις στατιστικές λογιστικές καταστάσεις. Η μέθοδος αυτή είναι ικανή για να καταγράψει την δυναμικότητα της επιχείρησης. Υπάρχει δυνατότητα προβολής των οργανικών κερδών στο μέλλον. Δίνει ένα αξιόπιστο αποτέλεσμα σε περίπτωση κατά την οποία χρησιμοποιηθεί σε συνδυασμό με μια βασική χρηματοοικονομική ανάλυση, καθώς επίσης και με μια ανάλυση αριθμοδεικτών (Young et.al., 2001).

Από την άλλη μεριά, τα μειονεκτήματα που παρουσιάζονται από την χρήση της είναι τα παρακάτω. Ο χρόνος που χρειάζεται η μέθοδος αυτή είναι πολύ μεγάλος λόγω του μεγάλου όγκου των πληροφοριών που απαιτούνται για τον υπολογισμό (Γκίκας κ.α., 2010).

Επίσης, για την προετοιμασία των στοιχείων και ο τρόπος υπολογισμού είναι μία πολύπλοκη διαδικασία. Υπάρχουν δύο παραλλαγές για κάθε μία από αυτές. Μπορεί να αμφισβητηθεί εύκολα το αποτέλεσμα αυτής της μεθόδου, γιατί η σύνταξη των μελλοντικών οργανικών κερδών επιβάλλει την υιοθέτηση αρκετών παραδοχών και υποθέσεων. Δεν λαμβάνεται υπόψη η κεφαλαιακή και περιουσιακή θέση της επιχείρησης. Χρησιμοποιεί ως συντελεστή κεφαλαιοποίησης τη μέση απόδοση της αγοράς που ως μέτρο δεν μπορεί να θεωρηθεί αξιόπιστο (Αρτίκης, 2002; Λαζαρίδης, 2005).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ

4.1 Παρουσίαση της εταιρείας

Το 1955 με απόφαση της τότε κυβέρνησης, υπογράφεται η σύμβαση κατασκευής του διυλιστηρίου Ασπροπύργου, του πρώτου διυλιστηρίου πετρελαίου στην Ελλάδα. Η κατασκευή άρχισε το 1956 και δυο χρόνια αργότερα, το 1958, εγκαινιάζεται το νέο διυλιστήριο στον Ασπρόπυργο. Το 1966, ο ελληνικής καταγωγής Τομ Πάππας, εγκαινιάζει το διυλιστήριο της ESSO PAPPAS στη Δυτική Θεσσαλονίκη. Το 1971, ο Όμιλος Ιωάννη Λάτση εγκαινιάζει το διυλιστήριο της ΠΕΤΡΟΛΑ ΕΛΛΑΣ στην Ελευσίνα. Το 1975 ιδρύεται η ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ ΠΕΤΡΕΛΑΙΟΥ Α.Ε. (Δ.Ε.Π.) και εξαγοράζεται από το Ελληνικό Δημόσιο η ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΔΙΥΛΙΣΤΗΡΙΑ ΑΣΠΡΟΠΥΡΓΟΥ Α.Ε. (ΕΛ.Δ.Α.). Το Δημόσιο ελέγχει πλήρως τη διύλιση, διάθεση και εμπορία διυλισμένων προϊόντων. Το 1988 ιδρύθηκε η εταιρεία και πλέον αποτελεί ένα δυναμικό όμιλο με δυνατές βάσεις για να ανταγωνιστεί τόσο τις εγχώριες εξελίξεις όσο και τις διεθνείς. Ο όμιλος εταιριών ESSO εξαγοράζεται από το Δημόσιο και αλλάζει επωνυμία σε ΕΚΟ. Ιδρύεται επίσης η Δημόσια Επιχείρηση Παροχής Αερίου που ανέλαβε τη διύλιση και τη διάθεση διυλισμένων προϊόντων.

Την επόμενη δεκαετία απελευθερώνεται η αγορά πετρελαίου και η Δ.Ε.Π αναλαμβάνει τη διάθεση και τη διύλιση προϊόντων για δικό της λογαριασμό και συμμετέχει σε κοινοπραξίες έρευνας TRITON και ENTERPRISE. Κατά την περίοδο 1998-2008 πραγματοποιείται η συγχώνευση όλων των θυγατρικών του ομίλου ΔΕΠ και η μετονομασία σε ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ και αρχίζει η διαπραγμάτευση των μετοχών στα Χρηματιστήρια Αθηνών και Λονδίνου. Σε αυτό το διάστημα συμμετέχει σε θυγατρικές ή προχώρα σε εξαγορές εδραιώνοντας τη θέση της στη νοτιοανατολική Ευρώπη. Στην συνέχεια η BP Hellas μεταβιβάζει τα δικαιώματα της στην ΕΛ.ΠΕ. Ο όμιλος αποχωρεί από την αγορά της Γεωργίας. Το 2013 ολοκληρώθηκε το πενταετές πρόγραμμα για την αναβάθμιση και εκσυγχρονισμό του διυλιστηρίου στην Ελευσίνα. Ολοκληρώνεται με επιτυχία η πρώτη έκδοση ευρωομολόγου στην ιστορία του ομίλου ύψους €500 εκατομμυρίων. Είναι σημαντικό

το γεγονός ότι κατά την περίοδο της κρίσης 2015-2019, ο όμιλος ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε. καταγράφει την υψηλότερη κερδοφορία στην ιστορία του, με τα συγκρίσιμα καθαρά κέρδη προ τόκων και αποσβέσεων (EBITDA) να ανέρχονται στα €758 εκατομμύρια και κατατάσσεται μεταξύ των 100 κορυφαίων ενεργειακών εταιρειών του κόσμου (TOP 100 GLOBAL ENERGY LEADERS) για το 2017, σύμφωνα με τη λίστα της Reuters Thomson. Οι θυγατρικές εταιρείες εμπορίας του ομίλου στο εξωτερικό καταγράφουν την υψηλότερη κερδοφορία ιστορικά, με αυξημένους όγκους και ισχυρές λειτουργικές επιδόσεις. Ο όμιλος συγκαταλέγεται στους μεγαλύτερους εξαγωγείς προϊόντων της Νοτιοανατολικής Μεσογείου, ενώ η μονάδα καταλυτικής πυρόλυσης (FCC) του διωλιστηρίου Ασπροπύργου κατατάσσεται στις δύο κορυφαίες παγκοσμίως, σύμφωνα με διεθνή μελέτη της Solomon.

Έπειτα, εκδίδεται νέο ομόλογο πενταετούς διάρκειας, ύψους €375 εκατ., καθιστώντας τον όμιλο ως τον μεγαλύτερο αμιγώς ελληνικό εκδότη στις διεθνείς κεφαλαιαγορές. Ολοκληρώνεται με επιτυχία η διαδικασία πώλησης του ποσοστού της ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ (ΕΛΠΕ) Α.Ε. στη ΔΕΣΦΑ στην εταιρεία “SENFLUGA Energy Infrastructure Holdings S.A.”. Στον τομέα Έρευνας και Παραγωγής Υδρογονανθράκων, κυρώνονται από την ολομέλεια της Βουλής οι συμβάσεις για τη θαλάσσια περιοχή 2 στο Ιόνιο Πέλαγος (Κοινοπραξία Total –Edison –ΕΛΠΕ) και τη χερσαία περιοχή Άρτα –Πρέβεζα και Βορειοδυτική Πελοπόννησο.

Η κοινοπραξία ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ, TOTAL και EXXONMOBIL ορίζεται από το Υπουργείο Περιβάλλοντος και Ενέργειας ως «Επιλεγείς Αιτών» για την παραχώρηση δικαιωμάτων έρευνας και εκμετάλλευσης Υδρογονανθράκων και στις δύο θαλάσσιες περιοχές «Δυτικά Κρήτης» και «Νοτιοδυτικά Κρήτης». Επίσης, υπογράφονται οι συμβάσεις παραχώρησης δικαιώματος έρευνας & εκμετάλλευσης υδρογονανθράκων στον Κυπαρισσιακό κόλπο και στη θαλάσσια περιοχή Ιόνιο, Δυτική Ελλάδα (κοινοπραξία ΕΛΠΕ –Repsol). Η ΕΛΠΕ ΑΝΑΝΕΩΣΙΜΕΣ μέσω της θυγατρικής της ΑΤΕΝ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ ΑΕ κατασκευάζει ένα από τα μεγαλύτερα φωτοβολταϊκά συστήματα –συνολικής εγκατεστημένης ισχύος 8,99MW, στους Σοφάδες Καρδίτσας².

²<https://www.helpe.gr/the-group/from-past-to-present/>

4.2 Αποτίμηση της εταιρείας ΕΛ.ΠΕ. Α.Ε. βάσει ταμειακών ροών

4.2.1 Κόστος Ίδιων κεφαλαίων

Ένα από τα συστατικά στοιχεία του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου, WACC (Weighted Average Cost of Capital) είναι το κόστος των ιδίων κεφαλαίων. Όπως αναφέρθηκε σε προηγούμενη ενότητα, για τον υπολογισμό του κόστους των ιδίων κεφαλαίων θα εφαρμοστεί ο τύπος του μοντέλου αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων CAPM (Capital Asset Pricing Model) :

$$E(ri) = rf + [E(Rm) - rf] * \beta i$$

Όπου,

E(ri): είναι το αναμενόμενο κόστος της επένδυσης / χρεογράφου (κόστος των ιδίων κεφαλαίων),

E(Rm): είναι η αναμενόμενη απόδοση της αγοράς,

Rf: είναι το ακίνδυνο επιτόκιο ή επιτόκιο μηδενικού κινδύνου (η διαφορά **[E(Rm) - rf]** αποκαλείται *risk premium* το οποίο είναι η ανταμοιβή της αγοράς για τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν οι επενδυτές) και

βi: είναι ο συντελεστής βήτα (beta).

Ακίνδυνο επιτόκιο ή επιτόκιο μηδενικού κινδύνου είναι το επιτόκιο το οποίο μπορεί να επιτευχθεί επενδύοντας σε οικονομικά προϊόντα που δεν εμπεριέχουν καθόλου κίνδυνο. Στην πράξη βέβαια, καμία επένδυση δεν θεωρείται εντελώς ακίνδυνη. Για αυτό το λόγο, έχει επικρατήσει να θεωρούνται ακίνδυνες επενδύσεις τα κρατικά ομόλογα³, καθώς υπάρχει μικρή πιθανότητα να χρεοκοπήσει μια χώρα. Ουσιαστικά, αποτελεί το ελάχιστο επιτόκιο της βάσης της αγοράς.

Τα κρατικά ομόλογα μεταβιβάζονται ελεύθερα, αποτελώντας αντικείμενο διαπραγμάτευσης στις οργανωμένες αγορές. Όσον αφορά την Ευρωπαϊκή Ένωση, η απόδοση

³ Το ομόλογο είναι ένα χρεόγραφο ή ένας τίτλος χρέους, ο εκδότης του οποίου έχει την υποχρέωση να καταβάλλει στον κομιστή του, στη λήξη του, την ονομαστική αξία του ομολόγου αυτού, καθώς και σε τακτά προκαθορισμένα διαστήματα το ύψος των τόκων. Ο δανεισμός μέσω ομολόγων για τα κράτη είναι μια συνηθισμένη πρακτική. Το φυσικό ή νομικό πρόσωπο που αγοράζει το ομόλογο επί της ουσίας δανείζει στο Δημόσιο το ανάλογο ποσό, και το Δημόσιο αναλαμβάνει την υποχρέωση να καταβάλει στον κομιστή το συμφωνημένο ποσό, σε προκαθορισμένη χρονική στιγμή.

των δεκαετών ομολόγων που εκδίδονται από το Γερμανικό Δημόσιο έχει καθιερωθεί σαν σημείο αναφοράς και για τα δεκαετή ομόλογα των υπολοίπων κρατών μελών.

Στον παρακάτω πίνακα, παρουσιάζονται οι αποδόσεις των ομολόγων Ελλάδας και Γερμανίας για την περίοδο 31 Δεκεμβρίου του 2018:

Πίνακας 1: Απόδοση ομολόγων Γερμανικού και Ελληνικού Δημοσίου

Απόδοση 10-ετούς ομολόγου Γερμανικού Δημοσίου	0,54%
Απόδοση 10-ετούς ομολόγου Ελληνικού Δημοσίου	3,46%
Διαφορά	0,94%

Πηγή: Τράπεζα της Ελλάδας

Η διαφορά της απόδοσης που προκύπτει από τον παραπάνω πίνακα αντιπροσωπεύει τη διαφορά στο κόστος δανεισμού του Δημοσίου της Ελλάδας, σε σχέση με το κόστος δανεισμού του Γερμανικού Δημοσίου.

Σύμφωνα με τους Financial Times ο συντελεστής βήτα (beta-βι) της μετοχής της μετοχής ΕΛ.ΠΕ Α.Ε. είναι **0,84**. Ο συντελεστής βήτα είναι ένας δείκτης που περιγράφει τη σχέση της μεταβλητότητας ενός χρεογράφου με τη μεταβλητότητα της αγοράς. Μια υψηλή τιμή του συντελεστή βήτα συνεπάγεται ότι η απόδοση της μετοχής επηρεάζεται από την απόδοση της αγοράς και η μετοχή θεωρείται *επιθετική* (γιατί το beta είναι μεγαλύτερο της μονάδας, δηλαδή $\beta_i > 1$). Το 0,84 της μετοχής ΕΛ.ΠΕ Α.Ε. σημαίνει ότι η μετοχή του Ομίλου είναι *αμυντική* (γιατί το beta είναι μικρότερο της μονάδας, δηλαδή $\beta_i < 1$).

Το επιτόκιο των επενδύσεων χωρίς κίνδυνο είναι **Rf=3,6%** και το *risk premium* **[E(Rm) – rf]= 9,63%** (ή 0,0963).⁴ Σύμφωνα λοιπόν με τα παραπάνω, το κόστος των Ιδίων Κεφαλαίων του ομίλου ΕΛ.ΠΕ Α.Ε., σύμφωνα με το μοντέλο αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων (CAPM) είναι:

⁴ <http://www.market-risk-premia.com/gr.html>

$$\begin{aligned} \text{Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων} &= 0,036 + (0,0963) * 0,84 = 0,036 + 0,0809 = \\ &= \mathbf{0,117 \text{ ή } 11,70 \%} \end{aligned}$$

4.2.2 Το κόστος των Ξένων Κεφαλαίων

Το κόστος ξένων κεφαλαίων αφορά το κόστος με το οποίο δανείζεται μια επιχείρηση από τους πιστωτές της, προκειμένου να μπορέσει να ανταποκριθεί στις τρέχουσες υποχρεώσεις της. Το κόστος δανειακών κεφαλαίων είναι το πηλίκο των χρηματιστηριακών εξόδων προς το σύνολο των δανειακών υποχρεώσεων, όπως προκύπτουν από τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις του Ομίλου ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε. (για τη χρήση που έληξε στις 31 Δεκεμβρίου του έτους 2018)

$$\begin{aligned} \text{Κόστος Δανειακών Κεφαλαίων} &= \text{Χρηματοοικονομικά έξοδα} / \text{Σύνολο δανειακών} \\ \text{υποχρεώσεων} &= 149.535 / 2.735,956 = \mathbf{0,054 \text{ ή } 5,40\%} \text{ (τα ποσά είναι σε εκατομμύρια ευρώ)} \end{aligned}$$

Επίσης, το κόστος δανειακών Κεφαλαίων μπορεί να υπολογιστεί με βάση τα επιτόκια δανεισμού που έχει εταιρεία στις 31/12/2018. Σύμφωνα με τις οικονομικές καταστάσεις το επιτόκιο δανεισμού σε ευρώ είναι 0,03% και το επιτόκιο δανεισμού σε USD ανέρχεται στα 0,09%. Επομένως, το κόστος των δανειακών κεφαλαίων σύμφωνα με τον παραπάνω υπολογισμό είναι στα 0,054% ή 5,4%.

Ο υπολογισμός του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου (WACC) απαιτεί τον προσδιορισμό της κεφαλαιακής διάρθρωσης του Ομίλου, δηλαδή το μέσο ποσοστό των ξένων και των ιδίων κεφαλαίων. Η κεφαλαιακή διάρθρωση φανερώνει επίσης και τον τρόπο χρηματοδότησης των δραστηριοτήτων της εταιρείας.

Οι συγκεκριμένοι υπολογισμοί παρουσιάζονται παρακάτω καθώς και οι πίνακες. Συγκεκριμένα, για το έτος 2018 έχουμε τα εξής, το ίδιο ισχύει και για τα επόμενα έτη:

- **Μέσο ποσοστό ξένων κεφαλαίων**= Σύνολο υποχρεώσεων / Σύνολο παθητικού = 4.602.698 / 6.997.429 = **0,658 ή 65,80%**
- **Μέσο ποσοστό ιδίων κεφαλαίων**= Σύνολο Ιδίων κεφαλαίων / Σύνολο παθητικού = 2.394.731 / 6.997.429 = **0,342 ή 34,20%**

Πίνακας 2: Μέσο ποσοστό Ξένων Κεφαλαίων

ΜΕΣΟ ΠΟΣΟΣΤΟ ΞΕΝΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ					
	2018	2017	2016	2015	Μέσος Όρος
ΣΥΝΟΛΟ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	4.602.698	4.788.501	5.047.186	6.238.313	5.169.175
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	6.997.429	7.160.075	7.188.821	8.028.583	7.343.727
ΜΕΣΟ ΠΟΣΟΣΤΟ ΞΕΝΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	0,66	0,67	0,70	0,78	0,70

Πηγή: Ίδια επεξεργασία

Πίνακας 3: Μέσο ποσοστό Ιδίων Κεφαλαίων

ΜΕΣΟ ΠΟΣΟΣΤΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ					
	2018	2017	2016	2015	Μέσος Όρος
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	2.394.731	2.371.574	2.141.635	1.790.270	2.174.553
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	6.997.429	7.160.075	7.188.821	8.028.583	7.343.727
ΜΕΣΟ ΠΟΣΟΣΤΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	0,34	0,33	0,30	0,22	0,30

Πηγή: Ίδια επεξεργασία

Έτσι, σύμφωνα με τους παραπάνω πίνακες, το μέσο ποσοστό των ξένων κεφαλαίων είναι **70,00%** και το μέσο ποσοστό των ιδίων κεφαλαίων είναι **30,00%**.

4.2.3 Τελικός Υπολογισμός WACC

Με βάση την ανάλυση που προηγήθηκε, έχουμε τα παρακάτω δεδομένα :

- **Φορολογικός συντελεστής:** 29,00%
- **Κόστος Ξένων Κεφαλαίων:** 5,40%
- **Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων:** 11,70%
- **Μέσο ποσοστό Ξένων Κεφαλαίων:** 70,00%
- **Μέσο ποσοστό Ιδίων Κεφαλαίων:** 30,00%

Με την εφαρμογή του τύπου του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου (WACC) έχουμε :

$$\text{WACC} = (\text{Ποσοστό Ι.Κ.} * \text{Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων}) + (\text{Ποσοστό Ξ.Κ.} * \text{Κόστος Ξένων Κεφαλαίων}) * (1-\varphi) = (0,3*0,117) + (0,7*0,054) *(1-0,29) = (0,0351) + (0,0378) * (0,71) = 0,0619 \text{ ή } 6,19 \%$$

(Όπου, φ : είναι ο φορολογικός συντελεστής)

Σύμφωνα με τον παραπάνω υπολογισμό, το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC) ισούται με 6,19% (ή 0,0619) και θα θεωρεί ως προεξοφλητικό επιτόκιο στην αποτίμηση των ταμειακών ροών.

4.2.4 Προσδιορισμός των ταμειακών ροών

Ο υπολογισμός των ελεύθερων ταμειακών ροών δίνεται από τις παρακάτω σχέσεις:

$$\text{FCFF} = \text{NI} + \text{Dep.} + \text{Int}*(1-\text{Tax rate}) - \text{FCInv} - \text{WCInv} \quad (1)$$

$$\text{NI} = (\text{EBITDA} - \text{Dep.} - \text{Int}) * (1 - \text{Tax rate})$$

NI= το καθαρό εισόδημα (Net Income)

Dep.= οι αποσβέσεις (depreciation)

Int = οι χρεωστικοί τόκοι και τα συναφή έξοδα

Taxrate= ο φορολογικός συντελεστής

FCInv (Fixed Capital Investments)= οι κεφαλαιουχικές δαπάνες, οι επενδύσεις σε πάγια στοιχεία

WCInv = οι επενδύσεις σε κεφάλαιο κίνησης

Net Borrowing = ο καθαρός δανεισμός

Για τον υπολογισμό των εκτιμώμενων ταμειακών ροών θα πρέπει να χρησιμοποιηθούν ορισμένες παραδοχές.

Ο Όμιλος ΕΛ.ΠΕ Α.Ε. αν και το έτος 2018 παρουσίασε αυξημένα έσοδα σημείωσε χαμηλότερη κερδοφορία σε σχέση με τις προηγούμενες χρήσεις. Η εταιρεία αναμένει

μεγαλύτερο ρυθμό αύξησης του κύκλου εργασιών του για τα επόμενα έτη, έτσι θα χρησιμοποιηθεί η παραδοχή ότι τα έσοδα θα αναπτυχθούν με ρυθμό ανάπτυξης με βάση την αύξηση του ΑΕΠ. Πιο συγκεκριμένα, σύμφωνα με την Κομισιόν, η ανάπτυξη του ρυθμού του ΑΕΠ θα κυμανθεί σε χαμηλά επίπεδα και η αύξηση του μέχρι και το 2020 θα είναι μέχρι 1%.

Για αυτό το λόγο και ο ρυθμός ανάπτυξης g θα κυμανθεί στα ίδια επίπεδα και ως βάση έναρξης θα είναι το ποσοστό του ΑΕΠ⁵.

Πιο αναλυτικά:

- για το έτος 2019 θα έχουμε $g_1=2,1\%$
- για το έτος 2020 θα έχουμε $g_2=2,2\%$
- για το έτος 2021 θα έχουμε $g_3=2,3\%$
- για το έτος 2022 θα έχουμε $g_4=2,4\%$
- για το έτος 2023 και στο διηνεκές θα έχουμε $g_5=2,5\%$

Επίσης, θα πρέπει να ληφθούν υπόψη και άλλες παραδοχές όπως ότι όλες οι δαπάνες και οι αποσβέσεις θα αυξάνονται με ρυθμό για το 2019 1,5%, για το 2020 με ρυθμό 2,00% και για το 2023 με ρυθμό 2,5% το κυκλοφορούν ενεργητικό και οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Από το 2023 και μετά ο ρυθμός ανάπτυξης g παραμένει σταθερός στο 2,5% (g_5), γιατί μετά την πενταετία στις προβλέψεις παραμένουν σταθερά τα νούμερα. Αυτό προκύπτει από τον πίνακα όπου τα έξοδα και τα έσοδα παραμένουν σταθερά μετά την πενταετία.

Παρακάτω παρουσιάζεται ο πίνακας με την πρόβλεψη των ταμειακών ροών ο οποίος χρησιμοποιεί ως προεξοφλητικό επιτόκιο το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC), το οποίο παραπάνω υπολογίστηκε στο 6,19%. Στο τέλος του πίνακα, παρουσιάζεται ο υπολογισμός της αξίας της μετοχής, δηλαδή της δίκαιης τιμής του ομίλου ΕΛ.ΠΕ. Α.Ε., η οποία θα συγκριθεί με την τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή. Ως τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή έχει ορισθεί η χρηματιστηριακή τιμή στις 25 Οκτωβρίου του 2019, η οποία είναι στα 8,47€ (τιμή κλεισίματος).

Συγκεκριμένα η πρόβλεψη των ταμειακών ροών δίνεται ακόλουθα :

⁵ <https://www.dw.com/el/%CE%BA%CE%BF%CE%BC%CE%B9%CF%83%CE%B9%CF%8C%CE%BD-%CE%B1%CE%BD%CE%AC%CF%80%CF%84%CF%85%CE%BE%CE%B7-21-%CF%86%CE%AD%CF%84%CE%BF%CF%82-%CE%BA%CE%B1%CE%B9-22-%CF%84%CE%BF-2020-%CF%83%CF%84%CE%B7%CE%BD-%CE%B5%CE%BB%CE%BB%CE%AC%CE%B4%CE%B1/a-49535410>

Πίνακας 3: Πρόβλεψη ταμειακών Ροών 2019-2028

ΠΡΟΒΛΕΨΗ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ 2019 - 2028											
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	Μέσος Όρος
Πωλήσεις	9.791.514	9.997.136	10.217.073	10.232.128	10.477.700	10.477.700	10.477.700	10.477.700	10.477.700	10.477.700	10.310.405
Αποσβέσεις	29.214,75	29.799,04	30.544,02	31.460,34	32.561,45	32.561	32.561	32.561	32.561	32.561	31.638,68
Καθαρές κεφαλαιουχικές δαπάνες	9.034.629,98	8.834.468,91	8.609.927,24	8.213.329,53	7.991.341,46	7.991.341	7.991.341	7.991.341	7.991.341	7.991.341	8.264.040,44
Μεταβολή στο κεφάλαιο κίνησης	538.749,00	538.749,00	538.749,00	538.749,00	538.749,00	538.749,00	538.749,00	538.749,00	538.749,00	538.749,00	538.749,00
Ελεύθερες ταμειακές ροές προς την επιχείρηση	188.920,29	594.118,85	1.037.852,53	1.448.589,61	1.915.047,66	1.915.047,66	1.915.047,66	1.915.047,66	1.915.047,66	1.915.047,66	1.475.976,72
Συντελεστής προεξόφλησης	0,062	0,062	0,062	0,062	0,062	0,062	0,062	0,062	0,062	0,062	0,06
Προεξοφλημένες ταμειακές ροές προς την επιχείρηση	177.907,80	526.873,18	866.731,91	1.139.228,61	1.418.278,38	1.335.604,46	1.257.749,75	1.184.433,33	1.115.390,65	1.050.372,59	1.007.257,07
Σύνολο	1.007.257,07										
Αξία μετοχής	9,87										

Πηγή: Ίδια επεξεργασία

Η αποτίμηση της αξίας της μετοχής του Ομίλου ΕΛ.ΠΕ Α.Ε. βάσει της μεθόδου των προεξοφλημένων ταμειακών ροών έδειξε ότι η **δίκαιη τιμή** της μετοχής είναι **9,87€**. Επίσης, η **τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή** της μετοχής της ΕΛ.ΠΕ. Α.Ε. (25/10/2019) βρίσκεται στα **8,47€**, γεγονός που σημαίνει ότι η μετοχή είναι υποτιμημένη, αφού η τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής είναι μικρότερη από την δίκαιη τιμή της (8,47€ < 9,87€).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΙΔΙΟΥ ΚΛΑΔΟΥ ΚΑΙ ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΕΩΝ

5.1 Παρουσίαση της εταιρείας Μότορ Όιλ Ελλάς (Motor Oil Hellas)

Η Μότορ Όιλ Ελλάς (ΜΟΕ) είναι μία εταιρεία με ηγετικό ρόλο στον τομέα της διύλισης πετρελαίου, προμηθεύοντας τις αγορές που εξυπηρετεί με ένα ευρύ φάσμα αξιόπιστων ενεργειακών προϊόντων. Η εταιρεία έχει εξελιχθεί σε έναν από τους κύριους στυλοβάτες της εθνικής οικονομίας, ενώ παράλληλα διατηρεί και πρωταγωνιστικό ρόλο στην ευρύτερη περιοχή της Νοτιοανατολικής Ευρώπης.

Η εταιρεία είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αθηνών και συμπεριλαμβάνεται στο Γενικό δείκτη (ATHEX COMPOSITE INDEX), στο δείκτη Υψηλής κεφαλαιοποίησης (FTSE/ATHEX LARGE CAP) καθώς και σε επιμέρους κλαδικούς δείκτες. Το Δωλιστήριο μαζί με τις βοηθητικές εγκαταστάσεις και τις εγκαταστάσεις διακίνησης καυσίμων αποτελεί το μεγαλύτερο αμιγώς ιδιωτικό βιομηχανικό συγκρότημα της Ελλάδος και θεωρείται ένα από τα πιο ευέλικτα δωλιστήρια της Ευρώπης. Μπορεί να κατεργάζεται αργό πετρέλαιο διαφόρων τύπων, παράγοντας ένα ευρύ φάσμα πετρελαϊκών προϊόντων, που καλύπτουν τις πιο αυστηρές διεθνείς προδιαγραφές, εξυπηρετώντας έτσι μεγάλες εταιρείες εμπορίας πετρελαίου στην Ελλάδα και στο εξωτερικό. Επιπλέον, η Μότορ Όιλ Ελλάς είναι η μοναδική ελληνική εταιρεία παραγωγής και συσκευασίας λιπαντικών. Τα παραγόμενα βασικά και τελικά λιπαντικά είναι εγκεκριμένα από διεθνείς οργανισμούς (Association des Constructeur Europeens d'Automobiles, American Petroleum Institute) και από τις Ένοπλες δυνάμεις των ΗΠΑ. Το Δωλιστήριο βρίσκεται στους Αγίους Θεοδώρους, Κορινθίας, περίπου 70 χιλιόμετρα έξω από την Αθήνα.

Η Εταιρεία υλοποιώντας τη δέσμευσή της για συνεχή βελτίωση στη Διαχείριση του Περιβάλλοντος, εκδίδει σε εθελοντική βάση την ετήσια Περιβαλλοντική Δήλωση, σύμφωνα

με τον Ευρωπαϊκό Κανονισμό EMAS (Eco-Management and Audit Scheme) 1221/2009 επικυρωμένη από τη Bureau Veritas.

Η μεγάλη επιτυχία της Μότορ Όιλ Ελλάς οφείλεται κατά ένα μεγάλο μέρος στο ανθρώπινο δυναμικό, που αποτελεί ένα ανεκτίμητο κεφάλαιο για την εταιρεία. Μέσα από συνεχή εκπαίδευση, διασφάλιση πολύ καλών συνθηκών εργασίας, και σημαντικές παροχές η εταιρεία προσπαθεί να αναπτύξει τους εργαζομένους στο καλύτερο δυνατό επίπεδο ώστε να συμβάλλουν στις προοπτικές περαιτέρω ανάπτυξης της.

5.2 Παρουσίαση της εταιρείας Έλιν Όιλ (Elin Oil)

Η ΕΛΙΝ ΟΙΛ παρουσιάζει συνεχή ανοδική πορεία εδώ και 60 χρόνια. Οι κυριότεροι σταθμοί στην ιστορία της, από την ίδρυσή της το 1954 μέχρι σήμερα, είναι οι εξής:

- **1954 – 1960:** Η ίδρυση της εταιρείας πραγματοποιείται το 1954 με την επωνυμία «Δ. Διαμαντίδης – Χ. Κουρούκλης & Σία», με δραστηριοποίηση στην εισαγωγή μαζούτ. Κτήση των πρώτων μεταφορικών μέσων (σλέπια και βυτιοφόρα αυτοκίνητα) και των πρώτων (μισθωμένων) εγκαταστάσεων αποθήκευσης μαζούτ στην Ελευσίνα. Επίσημη αναγνώριση ως εταιρίας πετρελαίων με δικαίωμα αγοράς μαζούτ από τα Κρατικά Διυλιστήρια.
- **1960 – 1970:** Αλλαγή επωνυμίας σε «ΕΛΙΝ ΟΙΛ Ελληνική Εταιρία Πετρελαίων Α.Ε.». Επέκταση δραστηριοτήτων σε Βόρεια Ελλάδα. Ίδρυση ιδιόκτητων εγκαταστάσεων καυσίμων στον Ασπρόπυργο. Αναγνώριση δικαιώματος αγοράς όλων των πετρελαιοειδών. Κατασκευή και λειτουργία πρώτων πρατηρίων καυσίμων.
- **1970 – 1980:** Έναρξη εμπορίας λιπαντικών. Επέκταση υφιστάμενων υποδομών σε αποθηκευτικούς χώρους, πλωτά μέσα, βυτιοφόρα κλπ. Έναρξη εμπορίας στερεών καυσίμων (άνθρακας/ pet coke)
- **1980 – 1990:** Δημιουργία εργοστασίου αποθήκευσης και επεξεργασίας Pet Coke στον Ασπρόπυργο. Αγορά πρώτου ειδικού δεξαμενόπλοιου για την εξυπηρέτηση του νησιωτικού δικτύου πρατηρίων. Μεταβολή μετοχικής σύνθεσης. Αγορά

εγκαταστάσεων αποθήκευσης καυσίμων στο Πόρτο Λάγος. Είσοδος στο χώρο του εφοδιασμού πλοίων με καύσιμα και λιπαντικά.

- **1990 – 2000:** Ανάπτυξη πωλήσεων λιπαντικών ναυτιλίας σε λιμάνια σε ολόκληρο τον κόσμο. Κτήση τριών νέων ιδιόκτητων δεξαμενόπλοιων για την τροφοδοσία του νησιωτικού δικτύου πρατηρίων. Καθιέρωση νέας εταιρικής εικόνας και εμπορικού σήματος ελίν. Έναρξη Προγράμματος Ελέγχου Ποιότητας Καυσίμων σε συνεργασία με το Εργαστήριο Τεχνολογίας Καυσίμων και Λιπαντικών του ΕΜΠ. Εκπόνηση πιλοτικού προγράμματος διάθεσης Βιοντήζελ από πρατήρια ελίν στη Θράκη.
- **2000 – 2019:** Ίδρυση της ελίν Τεχνική α.τ.ε. με δραστηριοποίηση στον κατασκευαστικό κλάδο. Πιστοποίηση «Δέσμευσης στην Επιχειρηματική Αριστεία» από τον Ευρωπαϊκό Οργανισμό EFQM. Έναρξη λειτουργίας δεύτερης υπερσύγχρονης μονάδας επεξεργασίας και διανομής στερεών καυσίμων, στον Βόλο. Εισαγωγή της μετοχής της ΕΛΙΝ ΟΙΛ στην Κύρια Αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Ανάδειξη της ΕΛΙΝ ΟΙΛ από το Best Workplaces Institute ανάμεσα στις 10 εταιρίες με το καλύτερο εργασιακό περιβάλλον στην Ελλάδα. Ίδρυση της θυγατρικής ελίν Ναυτική, με αντικείμενο εργασιών την εκμετάλλευση και διαχείριση πλοίων. Χρονοαύλωση δύο νέων, υπερσύγχρονων δεξαμενόπλοιων, για την τροφοδοσία του νησιωτικού δικτύου πρατηρίων ελίν. Ίδρυση της ελίν Σταθμοί, με αντικείμενο εργασιών την εκμετάλλευση πρατηρίων υγρών καυσίμων. Ίδρυση της ελίν Βιοκαύσιμα, της οποίας η ΕΛΙΝ ΟΙΛ κατέχει το 37%. Έναρξη λειτουργίας του υπερσύγχρονου εργοστάσιου παραγωγής βιοντήζελ της ελίν Βιοκαύσιμα στο Βόλο. Κτήση εγκαταστάσεων αποθήκευσης υγρών καυσίμων στην Αγριά Βόλου. Χρονοαύλωση δεξαμενόπλοιου για την τροφοδοσία των εγκαταστάσεων της ΕΛΙΝ ΟΙΛ αλλά και την εξυπηρέτηση τρίτων. Συνεργασία με την εταιρία ΠΕΤΡΟΓΚΑΖ για τον εφοδιασμό πρατηρίων ελίν με υγραέριο κίνησης.

5.3 Σύγκριση της αποτίμησης της ΕΛ.ΠΕ Α.Ε. με τους ανταγωνιστές της

Σημαντική υπεραπόδοση έναντι της Μότορ Όιλ Ελλάς (MOE) καταγράφει η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής της εταιρείας ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε. (ΕΛ.ΠΕ.

Α.Ε.) για το διάστημα από την αρχή του έτους. Η μετοχή της υπό εξεταζόμενη εταιρείας έχει ενισχυθεί κατά 14% έναντι μόλις 1% περίπου της Μότορ Όιλ. Παρόλο που οι χρηματιστηριακές τιμές των εταιρειών αυτών δεν βρίσκονται σε ικανοποιητικά επίπεδα και οι δύο εταιρείες αυτές εμφάνισαν καλά αποτελέσματα και ικανοποίησαν επενδυτές και αναλυτές.

Πιο αναλυτικά, ο Όμιλος ΕΛ.ΠΕ. Α.Ε. έχουν καθαρή θέση 2,33 δισεκατομμύρια ευρώ και στην αποτίμηση των 2,56 δισεκατομμυρίων ευρώ παίζουν με p/bv 1,09 φορές, ενώ η έχει αποτίμηση Μότορ Όιλ 2,34 δισεκατομμύρια ευρώ και καθαρή θέση 1,1 δισεκατομμύρια ευρώ άρα έχει p/bv 2,12 φορές. Η εταιρεία ΕΛ.ΠΕ. Α.Ε. είχε ταμειακά διαθέσιμα 1,27 δισεκατομμύρια ευρώ και η Μότορ Όιλ 679 εκατομμύρια ευρώ, επομένως αν αφαιρεθούν από τις συνολικές υποχρεώσεις οι παραπάνω δείκτες διαμορφώνονται στις 1,44 φορές για τα ΕΛ.ΠΕ. Α.Ε. και στις 0,95 φορές για τη Μότορ Όιλ. Και οι δύο εισηγμένες εμφάνισαν εξαιρετικές λειτουργικές ταμειακές ροές. Ο τζίρος των εταιρειών για τη χρήση 2018 ήταν υψηλός και για τους δύο ομίλους με των ΕΛ.ΠΕ. να ανέρχεται στα 9,76 δισεκατομμύρια ευρώ και της Μότορ Όιλ στα 9,5 δισεκατομμύρια ευρώ.

Όσο αφορά τα κέρδη προ τόκων και φόρων και αποσβέσεων, η εταιρεία ΕΛ.ΠΕ. Α.Ε. είχε 711 εκατομμύρια ευρώ και η Μότορ Όιλ 494 εκατομμύρια ευρώ. Τέλος, τα μερίσματα ανά μετοχή που δόθηκαν στους μετόχους η Μότορ Όιλ είναι αυτή που έχει δώσει το μεγαλύτερο μέρισμα της τάξης του 1,30 ευρώ σε αντίθεση με την υπό εξεταζόμενη εταιρείας που είναι της τάξης του 0,75 ευρώ ανά μετοχή. Παρόλα αυτά, η μερισματική απόδοση της δεύτερης εταιρείας είναι μεγαλύτερη λαμβάνοντας υπόψη την χρηματιστηριακή τιμή της εκάστοτε εταιρείας.

Η μετοχή της υπό εξεταζόμενη εταιρείας έχει ενισχυθεί κατά 14% έναντι μόλις 2% περίπου της Μότορ Όιλ. Παρόλο που οι χρηματιστηριακές τιμές των εταιρειών αυτών δεν βρίσκονται σε ικανοποιητικά επίπεδα και οι δύο εταιρείες αυτές εμφάνισαν καλά αποτελέσματα και ικανοποίησαν επενδυτές και αναλυτές.

Πιο αναλυτικά, ο Όμιλος ΕΛ.ΠΕ. Α.Ε. έχουν καθαρή θέση 2,33 δισεκατομμύρια ευρώ ενώ η έχει αποτίμηση Ελίν Α.Ε. 5,13 δισεκατομμύρια ευρώ και καθαρή θέση 1,1 δισεκατομμύρια ευρώ. Η εταιρεία ΕΛ.ΠΕ. Α.Ε. είχε ταμειακά διαθέσιμα 1,27 δισεκατομμύρια ευρώ και 10.466 χιλιάδες ευρώ η Ελίν Α.Ε., επομένως αν αφαιρεθούν από τις συνολικές υποχρεώσεις οι παραπάνω δείκτες διαμορφώνονται στις 1,44 φορές για τα ΕΛ.ΠΕ Α.Ε. και στις 1,45 φορές για τη δεύτερη εταιρεία. Και οι δύο εισηγμένες εμφάνισαν

εξαιρετικές λειτουργικές ταμειακές ροές. Ο τζίρος των εταιρειών για τη χρήση 2018 ήταν υψηλός και για τους δύο ομίλους με των ΕΛ.ΠΕ να ανέρχεται στα 9,76 δισεκατομμύρια ευρώ και της Ελίν Α.Ε. στα 5,5 δισεκατομμύρια ευρώ, παρουσιάζοντας μείωση της τάξης του 5% σε σχέση με το 2017, η οποία είναι αναλογική σε σχέση με την γενικότερη μείωση στην αγορά και στην κατανάλωση καυσίμων.

Όσο αφορά τα κέρδη προ τόκων και φόρων και αποσβέσεων η εταιρεία ΕΛ.ΠΕ ΑΕ είχε 711 εκατομμύρια ευρώ και η Ελίν Α.Ε. 443 εκατομμύρια ευρώ. Τέλος, όσο αφορά την μερισματική πολιτική της Ελίν Α.Ε. δεν την έχει ανακοινώσει ακόμα στους μετόχους της, συνεπώς για την χρήση 2018 δεν έχει κάνει διανομή σε αντίθεση με την υπό εξεταζόμενη εταιρεία που είναι της τάξης του 0,75 ευρώ ανά μετοχή. Παρόλα αυτά, η μερισματική απόδοση της δεύτερης εταιρείας είναι μεγαλύτερη λαμβάνοντας υπόψη την χρηματιστηριακή τιμή της εκάστοτε εταιρείας.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Στις προηγούμενες ενότητες αναφέρθηκε ότι αξία μιας επιχείρησης συνδέεται άμεσα με την ικανότητα της να παράγει κέρδος. Οι επιχειρήσεις δραστηριοποιούνται σε πολύπλοκα περιβάλλοντα που επηρεάζονται τόσο από εσωτερικούς όσο και από εξωτερικούς παράγοντες. Αυτό έχει ως συνέπεια, να μεταβάλλεται η αξία της επιχείρησης και κατά συνέπεια, η ικανότητα της να δημιουργεί κέρδος.

Για τον προσδιορισμό της αξίας της επιχείρησης έχουν αναπτυχθεί μια πληθώρα μεθόδων αποτίμησης. Στην παρούσα εργασία χρησιμοποιήθηκε η βασική μέθοδος με το μοντέλο της αποτίμησης βάσει των ταμειακών ροών. Οι ταμειακές ροές μπορούν να προσδιοριστούν από τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις του Ομίλου.

Επίσης, με τη χρήση και άλλων μεθόδων με βάση τα οικονομικά στοιχεία που είναι διαθέσιμα από τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας, μπορεί να επιτευχθεί η παρουσίαση της αποτίμησης της εταιρείας και η εξαγωγή ενός πιο ορθού αποτελέσματος.

Η «δίκαιη» τιμή που προσδιορίσαμε είναι 9,87 ευρώ, γεγονός που υποδηλώνει ότι η μετοχή είναι υποτιμημένη συγκρινόμενη με την τρέχουσα χρηματιστηριακή της τιμή που είναι 8,47 ευρώ. Συγκεκριμένα, η αποτίμηση της αξίας της μετοχής του Ομίλου ΕΛ.ΠΕ Α.Ε. βάσει της μεθόδου των προεξοφλημένων ταμειακών ροών έδειξε ότι η δίκαιη τιμή της μετοχής είναι 9,87 ευρώ. Η τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή (25/10/2019) βρίσκεται στα 8,47 ευρώ, γεγονός που σημαίνει ότι η μετοχή είναι υποτιμημένη αφού η τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής είναι μικρότερη από την δίκαιη τιμή της ($8,47\text{€} < 9,87\text{€}$).

Στο επόμενο κεφάλαιο παρουσιάστηκαν εταιρείες του ίδιου κλάδου καθώς και η σύγκριση των αποτιμήσεων τους. Και οι τρεις εταιρείες οι οποίες είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο αξιών παρουσιάζουν ικανοποιητική πορεία στον τομέα τους. Επίσης, παρουσιάζονται τα ποσά κερδών, μερισμάτων, ταμειακών διαθεσίμων και αποδόσεων και γενικά βασικά οικονομικά στοιχεία που είναι απαραίτητα για την ανάληψη τόσο επενδυτικών αποφάσεων όσο και διοικητικών αποφάσεων.

Όσο για την εταιρεία ΕΛ.ΠΕ. Α.Ε., η στρατηγική του Ομίλου έχει διαμορφωθεί με στόχο τη βιώσιμη ανάπτυξη εστιάζοντας στους παρακάτω βασικούς άξονες:

- στις αρχές της ασφαλούς και όσο το δυνατόν φιλικότερης προς το περιβάλλον λειτουργίας των μονάδων και προδιαγραφών των προϊόντων
- στην προσθήκη αξίας για τους μετόχους
- και στην εταιρική κοινωνική ευθύνη και την καλή συνεργασία με τις τοπικές κοινωνίες

Το επιχειρηματικό πρόγραμμα της Λιανικής Εμπορίας για την επόμενη πενταετία περιλαμβάνει ένα πλαίσιο δράσεων που στοχεύουν στη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας, την προσαρμογή στις σύγχρονες απαιτήσεις των πελατών και τις προκλήσεις του οικονομικού περιβάλλοντος. Παράλληλα, η ενεργειακή αποδοτικότητα και η ψηφιακή μετεξέλιξη αποτελούν βασικούς πυλώνες του προγράμματος καλύπτοντας το σύνολο των δραστηριοτήτων της Εμπορίας. Επίσης, η εταιρεία στοχεύει στην συνέχιση της ανάπτυξης στις αγορές της Νοτιοανατολικής Ευρώπης παραμένει στρατηγικής σημασίας.

Στις προτεραιότητες του Ομίλου περιλαμβάνεται η διατήρηση της ηγετικής θέσης στις αγορές της Κύπρου και του Μαυροβουνίου, η ενίσχυση της κερδοφορίας της εμπορικής δραστηριότητας της ΟΚΤΑ, καθώς και η συνέχιση της ανάπτυξης στις αγορές της Βουλγαρίας και της Σερβίας μέσω της ανάπτυξης του δικτύου πρατηρίων και της αριστοποίησης της εφοδιαστικής αλυσίδας.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Κατάσταση Οικονομικής Θέσης			
	Σημ.	31 Δεκεμβρίου 2018	31 Δεκεμβρίου 2017
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ			
Πάγιο Ενεργητικό			
Ενσώματα πάγια	6	2.684.237	2.719.172
Λύγια περιουσιακά στοιχεία	7	4.799	7.042
Επενδύσεις σε θυγατρικές, συνδεδεμένες επιχειρήσεις και κοινοπραξίες	8	1.032.372	671.622
Επενδύσεις σε συμμετοχικούς τίτλους	3	318	1.252
Δάνεια, προκαταβολές και μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	9	8.887	19.686
		3.730.613	3.418.774
Κυκλοφορούν ενεργητικό			
Αποθέματα	10	893.859	963.746
Πελάτες και λοιπές απαιτήσεις	11	680.347	989.901
Παράγωγα χρηματοοικονομικά στοιχεία	21	-	11.514
Ταμειακά διαθέσιμα, ταμειακά ισοδύναμα και δεσμευμένες καταθέσεις	12	1.071.585	813.251
		2.645.791	2.778.412
Σύνολο ενεργητικού		6.376.404	6.197.186
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ			
Μισθωτικό κεφάλαιο	13	1.020.081	1.020.081
Αποθεματικά	14	262.263	360.694
Αποτελέσματα εις νέον		864.333	428.448
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων		2.146.677	1.809.223
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ			
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις			
Δάνεια	16	1.657.598	909.579
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	17	151.873	89.959
Υποχρεώσεις παροχών προσιωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	18	132.539	104.331
Προβλέψεις	19	37.858	6.058
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	20	14.810	15.569
		1.994.678	1.125.496
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις			
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	15	1.226.107	1.554.027
Βραχυπρόθεσμα χρηματοοικονομικά στοιχεία	21	16.387	-
Φόρος εισοδήματος πληρωτέος		76.322	2.769
Δάνεια	16	915.350	1.704.951
Μερίσματα πληρωτέα		883	720
		2.235.049	3.262.467
Σύνολο υποχρεώσεων		4.229.727	4.387.963
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων και υποχρεώσεων		6.376.404	6.197.186

Εικόνα 1: Ισολογισμός μητρικής εταιρείας ΕΛ.ΠΕ Α.Ε., χρήση 2018

Κατάσταση Συνολικών Εισοδημάτων

Σημ.	Έτος που έληξε		
	31 Δεκεμβρίου 2018	31 Δεκεμβρίου 2017	
Έσοδα από συμβάσεις με πλάτες	5	8.967.702	7.233.600
Κόστος πωληθέντων		(8.287.696)	(6.475.455)
Μικτό κέρδος		680.006	758.145
Έξοδα πωλήσεων και λειτουργίας διάθεσης	22	(99.248)	(59.045)
Έξοδα διοικητικής λειτουργίας	22	(95.795)	(81.825)
Έξοδα ερευνών και ανάπτυξης	23	(875)	(119)
Λοιπά λειτουργικά (έξοδα) / έσοδα και λοιπά κέρδη / (ζημιές) - καθαρά	24	(8.356)	(19.735)
Λειτουργικό αποτέλεσμα		475.732	597.421
Χρηματοοικονομικά έσοδα	25	9.442	12.834
Χρηματοοικονομικά έξοδα	25	(136.636)	(153.105)
Χρηματοοικονομικά (έξοδα) / έσοδα - καθαρά	25	(127.194)	(140.271)
Έσοδα συμμετοχών	29	318.795	33.724
Κέρδη / (Ζημιές) από συναλλαγματικές διαφορές	26	2.244	(8.483)
Κέρδη προ φόρων		669.577	482.391
Φόρος εισοδήματος	27	(146.187)	(136.400)
Κυθαρά κέρδη χρήσης		523.390	345.991
Λοιπά Συνολικά Εισοδήματα / (Ζημιές):			
Στοιχεία που δεν θα ταξινομηθούν μελλοντικά στην κατάσταση αποτελεσμάτων:			
Ανταγωνιστικές ζημιές από συνταξοδοτικά προγράμματα καθορισμένων παροχών	14	(10.878)	(7.100)
Μεταβολές αποτίμησης συμμετοχικών τίτλων	14	(675)	-
		(11.553)	(7.100)
Στοιχεία που ενδέχεται να ταξινομηθούν μελλοντικά στην κατάσταση αποτελεσμάτων:			
Κέρδη / (Ζημιές) από αποτίμηση πράξεων απασφάλισης κινδύνου	14	(5.006)	(4.590)
Αποχαρακτηρισμός πράξεων αντιστ. κινδύνου μέσω της κατάστασης συνολικών εισοδημάτων	14	(14.920)	1.979
Λοιπά συνολικά εισοδήματα / (ζημιές), καθαρά από φορολογία		(21.479)	(9.711)
Εγκαντροτικό συνολικό εισόδημα μετά από φόρους		491.911	336.280

Εικόνα 2: Κατάσταση αποτελεσμάτων μητρικής εταιρείας ΕΛ.ΠΕ. Α.Ε., χρήση 2018

Κατάσταση Οικονομικής Θέσης

	Σημ.	31 Δεκεμβρίου 2016	31 Δεκεμβρίου 2015
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ			
Πάγια Ενεργητικά			
Ενοίκια πάγια	6	2.718.798	2.774.026
Άλλα περιουσιακά στοιχεία	7	6.490	8.571
Επενδύσεις σε θυγατρικές, συνδεδεμένες επιχειρήσεις και κοινοπραξίες	8	653.265	656.326
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	17	38.839	177.639
Χρηματοοικονομικά στοιχεία διαθέσιμα προς πώληση		1.017	50
Δάνεια, προκαταβολές και μικροπρόθεσμες απαιτήσεις	9	35.109	16.654
		3.453.518	3.633.066
Κυκλοφορούν ενεργητικό			
Αποθέματα	10	839.306	580.747
Παλίτες και λοιπές απαιτήσεις	11	1.036.420	1.001.818
Παράγωγα χρηματοοικονομικά στοιχεία	21	13.192	-
Τραπεζικά διαθέσιμα, τραπεζικοί αποδέκτες και διαμεταβιβάσιμα κεφάλαια	12	868.783	1.819.156
		2.757.701	3.401.721
Σύνολο ενεργητικού		6.211.219	7.034.787
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ			
Μετοχικό κεφάλαιο	13	1.030.081	1.030.081
Αποθεματικά	14	469.754	438.818
Αποτελέσματα εις νέον		100.315	(234.008)
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων		1.599.150	1.234.891
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ			
Μικροπρόθεσμες υποχρεώσεις			
Δάνεια	16	1.460.281	1.536.414
Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού λόγω αχρόνου από την υπηρεσία	18	88.521	77.500
Προβλέψεις	19	6.829	3.000
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	20	246.405	12.400
		1.802.036	1.629.314
Μεσοπρόθεσμες υποχρεώσεις			
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	15	1.691.973	2.744.963
Εξοχολόγια χρηματοοικονομικά στοιχεία	21	-	34.814
Δάνεια	16	1.150.418	1.419.687
Μερίσματα πληρωτέα		642	1.116
		2.843.033	4.200.580
Σύνολο υποχρεώσεων		4.645.069	5.829.894
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων και υποχρεώσεων		6.211.219	7.034.787

Εικόνα 3: Ισολογισμός μητρικής εταιρείας ΕΛ.ΠΕ. Α.Ε., χρήση 2016

Κατάσταση Συνολικών Εισοδημάτων			
	Σημ.	Έτος που έληξε	
		31 Δεκεμβρίου 2016	31 Δεκεμβρίου 2015
Κόστος εργασιών (καθαίρεται)		5.992.446	6.584.471
Κόστος πωληθέντων		(5.291.281)	(6.202.430)
Μικτό κέρδος		791.165	382.041
Έξοδα πωληθέντων και λειτουργίας διάθεσης		(68.559)	(123.818)
Έξοδα διοικητικής λειτουργίας		(81.516)	(74.609)
Έξοδα μισθών και ανάπτυξης	23	(283)	(890)
Λοιπά έσοδα (έξοδα) - καθαρά	24	31.081	(185)
Έσοδα συμμετοχών		38.348	32.659
Λειτουργικό αποτέλεσμα		629.236	215.198
Χρηματοοικονομικά έσοδα	25	13.541	20.663
Χρηματοοικονομικά έξοδα	25	(189.015)	(187.235)
Χρηματοοικονομικά έσοδα (έξοδα) έσοδα - καθαρά		(175.474)	(166.572)
Κέρδη / (Ζημιές) από συναλλαγματος διαφορές	26	21.462	(25.901)
Κέρδη προ φόρων		466.224	22.725
Φόρος εισοδήματος	27	(131.901)	4.816
Καθαρά κέρδη χρήσης		334.323	27.541
Λοιπά Συνολικά Έσοδα:			
Στοιχεία που δεν θα ταξινομηθούν μάλλοντικά στην κατάσταση αποτελεσμάτων:			
Ανυπολογιστάς (Ζημιές)/κέρδη από συνταξοδοτικά προγράμματα καθυστερημένων παροχών			
14		(4.568)	917
		(4.568)	917
Στοιχεία που ενδέχεται να ταξινομηθούν μάλλοντικά στην κατάσταση αποτελεσμάτων:			
Μεταβιβάσεις αποτίμησης χρηματοοικονομικών στοιχείων διαθέσιμων προς πώληση			
14,24		(6.414)	-
Μεταφορές αποδομητικού στοιχείων διαθέσιμων προς πώληση στο λειτουργικό κέρδος			
14		6.414	-
Κέρδη / (Ζημιές) από αποτίμηση πρόξυων ανατιθέμενης κενόρου			
14		15.862	(4.802)
Απογραφοεπιματώς πρόξυων αντιστ. κενόρου μέσω της κατάστασης συνολικών εισοδημάτων			
14		19.642	24.548
		39.936	20.663
Συγκεντρωτικά συνολικά έσοδα μετά από φόρους			
		365.259	48.204
Κέρδη ανά μετοχή (σε Ευρώ ανά μετοχή)	28	1,89	0,09

Εικόνα 4: Κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης μητρικής εταιρείας ΕΛ.ΠΕ. Α.Ε., χρήση 2016

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνική

- Αλεξιάκης, Χ. (2015). *Χρηματοοικονομική Ανάλυση, Επιχειρήσεων και Λογιστική. Σημειώσεις μαθήματος*, Πανεπιστήμιο Πειραιώς.
- Αρτίκης, Γ. (2002). *Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Αποφάσεις Χρηματοδότησης*. Εκδόσεις Inter books, Αθήνα.
- Γκίκας, Δ., Παπαδάκη, & Σιουγλέ (2010). *Ανάλυση και Αποτίμηση Επιχειρήσεων*, Αθήνα, Εκδόσεις Μπένου.
- Σφαρνάς, Α. (1993). *Αποτίμηση Επιχειρήσεων*, Εκδόσεις Γαλαίος, Αθήνα.
- Λαζαρίδης, Θ. Γ. (2005). *Αποτίμηση Επιχειρήσεων, Θεωρία, Μεθοδολογία, Πρακτική*, Εκδοτικός οίκος Αδελφών Κυριακίδη Α.Ε.
- Πρωτοψάλτης, Ν. (1999). *Καταστάσεις ταμειακών ροών*, Εκδόσεις Σταμούλη, Αθήνα.
- Σακέλλης, Ι. Ε. (2001). *Συγχωνεύσεις- Διασπάσεις – Εξαγορές – Μετατροπές και εκτίμηση Αξίας επιχειρήσεως*, Εκδόσεις Βρύκους.
- Οικονομικά στοιχεία αντλήθηκαν από τους παρακάτω οικονομικούς απολογισμούς, εκθέσεις και καταστάσεις:
- Οικονομικός απολογισμός ΕΛΠΕ 2018
- Οικονομικός απολογισμός ΕΛΠΕ 2017
- Οικονομικός απολογισμός ΕΛΠΕ 2016
- Οικονομική έκθεση ΕΛΠΕ 2009
- Οικονομική έκθεση ΕΛΠΕ 2010
- Οικονομική έκθεση ΕΛΠΕ 2011

Οικονομική έκθεση ΕΛΠΕ 2012
Οικονομική έκθεση ΕΛΠΕ 2013
Οικονομική έκθεση ΕΛΠΕ 2014
Οικονομική έκθεση ΕΛΠΕ 2015
Οικονομική έκθεση ΕΛΠΕ 2016
Οικονομική έκθεση ΕΛΠΕ 2017
Οικονομική έκθεση ΕΛΠΕ 2018
Οικονομική έκθεση ΕΛΠΕ 2019
Οικονομική έκθεση ΜΟΤΟΡ ΟΙΛ 2018
Οικονομική έκθεση ΕΛΙΝ ΟΙΛ 2018

Ξένη

- Atkinson, G. (2000). *Measuring corporate sustainability*, Journal of Environmental Planning and Management, 43(2), 235–252.
- Bauer, H. H., & Hammerschmidt, M. (2005). *Customer based corporate valuation*, Management Decision, 43(3), 331–348.
- Brealt, M. M. (2007). *Fundamentals of corporate finance*, Hill Edition.
- Copeland, T., Koller, T. & Murrin, J. (2000). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, Wiley& Sons, New York.
- Damodaran, A. (2013). *A one-day valuation seminar*, Seminar at Serbia. Available online at: www.damodaran.com

- Damodaran, A. (2005). *An Introduction to Valuation*. Available online at: www.damodaran.com
- Fernandez, P. (2015). *Company Valuation Methods*. Available at: <https://ssrn.com/abstract=274973>
- Fernandez, P. (2007). *Company Valuation Methods: The most Common Errors in Valuations*, IESE Business School, Barcelona.
- Figge, F., & Hahn, T. (2005). *The Cost of Sustainability Capital and the Creation of Sustainable Value by Companies*, *Journal of Industrial Ecology*, 9(4), 47–58.
- Fisher, R., & Uri, W. (1991). *Getting to YES: negotiating agreement without giving in*, Penguin, New York.
- Kaplan, R.S., & Mikes, A. (2012). *Managing Risks: A New Framework*, *Harvard Business Review* Available at: https://www.nsf.gov/oirm/bocomm/meetings/spring_2018/Managing_Risks_A_New_Framework.pdf (10/3/2019).
- Modigliani, F. & Miller, M. H. (1963). *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*, *American Economic Review*, 53(3), 433-442.
- Miller, M. H. & Modigliani, F. (1961). *Dividend Policy, Growth and The Valuation of Shares*. *Journal of Business*, 34, 411-433.
- Martin, J. D. & Petty, J. W. (2000). *Value Based Management: The Corporate Response to the Shareholder Revolution*, Harvard Business School Press, Boston.
- Palmrose, Z. V., Richardson, V. J., & Scholz, S. (2004). *Determinants of market reactions to restatement announcement*, *Journal of Accounting and Economics*, 37(1), 59–89.
- Rappaport, A. (1998). *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors*, Free Press, New York.
- Young, S, David, O. & Bryne, F. S. (2007). *Evaluation and value based management*, McGraw Hill Publications.

Διαδικτυακοί Τόποι

<https://www.investopedia.com/>

<http://www.oecd.org>

https://repository.kallipos.gr/bitstream/11419/3754/1/02_chapter_10.pdf

<https://www.tovima.gr/2008/11/24/archive/oi-10-simantikoterai-xrimatooikonomikoi-arithmodeiktas/>

<https://www.euretirio.com/montelo-apotimisis-periousiakon-stoixeion-capm/>

<https://www.euretirio.com/apodosi-idion-kefalaion-roe/>

<https://www.mononews.gr/business/bsnm-giati-metochi-ton-elpe-apogionete-o-rolas-tis-citi>

<https://www.naftemporiki.gr/finance/quote/elpe.ath/ellinika-petrelaia-ae-ko>

<http://www.market-risk-premia.com/market-risk-premia.html>

<https://www.dw.com/el/%CE%BA%CE%BF%CE%BC%CE%B9%CF%83%CE%B9%CF%8C%CE%BD->

<https://www.dw.com/el/%CE%B1%CE%BD%CE%AC%CF%80%CF%84%CF%85%CE%BE%CE%B7-21->

<https://www.dw.com/el/%CF%86%CE%AD%CF%84%CE%BF%CF%82-%CE%BA%CE%B1%CE%B9-22->

<https://www.dw.com/el/%CF%84%CE%BF-2020-%CF%83%CF%84%CE%B7%CE%BD->

<https://www.dw.com/el/%CE%B5%CE%BB%CE%BB%CE%AC%CE%B4%CE%B1/a-49535410>

<http://bankingnews.gr/index.php?id=379635>

<https://www.capital.gr/finance/historycloses/ΕΛΠΕ>

<https://www.helpe.gr/>

<https://www.helpe.gr/the-group/from-past-to-present/>

<https://www.helpe.gr/userfiles/8a53b155-76e9-4d45-9773-a27000e44a36/ELPE%20company%20update%20June%202019.pdf>

https://el.wikipedia.org/wiki/%CE%95%CE%BB%CE%BB%CE%B7%CE%BD%CE%B9%CE%BA%CE%AC_%CE%A0%CE%B5%CF%84%CF%81%CE%AD%CE%BB%CE%B1%CE%B9%CE%B1

https://www.moh.gr/Home.aspx?a_id=256

https://www.moh.gr/Default.aspx?a_id=10420

https://www.elin.gr/?gclid=Cj0KCQjw9fntBRCGARIsAGjFq5Fs4umpUEezQswdcixQ-605BeG7UdMeKGvRhZddFkLbpdggBpToi6saAsK5EALw_wcB

<https://www.elin.gr/ependitikes-scheseis/oikonomika-stoicheia/vasika-oikonomika-stoixeia/>

<https://www.elin.gr/ependitikes-scheseis/oikonomika-stoicheia/oikonomikes-katastaseis/>