



**ΣΧΟΛΗ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΤΜΗΜΑ
ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ**

**ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ
ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΦΟΡΟΛΟΓΙΑ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ
ΔΙΟΙΚΗΣΗ**

Διπλωματική εργασία

“Αποτίμηση της Βιομηχανίας Γάλακτος Δράμας ΑΕ (ΝΕΟΓΑΛ)”

Του

Χρήστου Πατρίκη

Επιβλέπων Καθηγητής: Παπαδόπουλος Συμεών

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

Νοέμβριος, 2022

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Θα ήθελα να απευθύνω ιδιαίτερες ευχαριστίες στον επιβλέποντα καθηγητή μου κύριο Συμεών Παπαδόπουλο, του οποίου η καθοδήγηση, οι γνώσεις και οι συμβουλές του συνέβαλαν καθοριστικά στην ολοκλήρωση αυτής της εργασίας. Ευχαριστώ επίσης όλους τους καθηγητές του Προγράμματος Μεταπτυχιακών Σπουδών “Λογιστική Φορολογία και Διοίκηση” για τις πολύτιμες γνώσεις που μου μετέδωσαν καθ’ όλη τη διάρκεια των σπουδών μου.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Σκοπός αυτής της παρούσας διπλωματικής εργασίας είναι να εξετάσει πώς οι ευρέως χρησιμοποιούμενες προσεγγίσεις αποτίμησης μπορούν να συμβάλουν στον υπολογισμό της αξίας μια εταιρείας. Συγκεκριμένα, η εταιρεία που εξετάσαμε και αναλύσαμε είναι η ΝΕΟΓΑΛ. Αρχικά, έγινε μία θεωρητική προσέγγιση του θέματος εξετάζοντας το θεωρητικό υπόβαθρο το οποίο υπάρχει στην τρέχουσα βιβλιογραφία και στη συνέχεια ακολούθησε η μελέτη περίπτωσης. Πιο συγκεκριμένα, σε ότι αφορά την μελέτη περίπτωσης, έγινε μία παρουσίαση της εταιρείας παρέχοντας πληροφορίες για τον στόχο και το όραμα της εταιρείας ενώ ακολούθησε επίσης και ανάλυση της εταιρείας μέσω του μοντέλου PEST. Εν συνεχεία, αναφερθήκαμε στους κινδύνους της ΝΕΟΓΑΛ ενώ έπειτα προχωρήσαμε στην χρηματοοικονομική ανάλυση όπου σε αυτή τη ενότητα υπολογίστηκαν διάφοροι αριθμοδείκτες. Η εξεταζόμενη χρονική περίοδος για την εταιρεία ήταν από το 2017-2021. Στη συνέχεια, ολοκληρώνοντας την ανάλυση των αριθμοδεικτών συνεχίσαμε με την αποτίμηση της εταιρείας όπου και υπολογίσαμε την αξία της ΝΕΟΓΑΛ μέσω του μοντέλου των προεξοφλημένων ταμειακών ροών και συγκεκριμένα μέσω των ελεύθερων ταμειακών ροών προς την εταιρεία (FCFF). Τέλος, θα πρέπει να σημειωθεί πως όλα τα δεδομένα αντλήθηκαν από τις οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας και από επίσημες ιστοσελίδες. Τα ευρήματα έδειξαν ότι η ΝΕΟΓΑΛ έχει υψηλή αξία και βρίσκεται σε καλή οικονομική κατάσταση.

Λέξεις κλειδιά: αποτίμηση, προεξοφλημένες ταμειακές ροές, πολλαπλάσια, ελεύθερη ταμειακή ροή προς την εταιρεία, ρυθμός ανάπτυξης

ABSTRACT

The purpose of this thesis is to examine how widely used valuation approaches can contribute to the calculation of a company's value. Specifically, the company we examined and analyzed is NEOGAL. First, a theoretical approach to the subject was made by examining the theoretical background that exists in the current literature, and then the case study followed. More specifically, with regard to the case study, a presentation of the company was made, providing information on the company's goal and vision, while it was also followed by an analysis of the company through the PEST model. Afterwards, we referred to the risks of NEOGAL, while then we proceeded to the financial analysis, where various indicators were calculated in this section. The time period considered for the company was from 2017-2021. Then, completing the analysis of the indicators, we continued with the valuation of the company where we calculated the value of NEOGAL through the discounted cash flow model and specifically through the free cash flow to the company (FCFF). Finally, it should be noted that all the data was taken from the financial statements of the company and from official websites. The findings showed that NEOGAL has a high value and is in good financial condition.

Keywords: valuation, discounted cash flow, multiples, free cash flow to the company, growth rate

Πίνακας περιεχομένων

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ	ii
ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....	iii
ABSTRACT.....	iv
Κατάλογος πινάκων	vii
Κατάλογος διαγραμμάτων	viii
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1-ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	1
Ιστορικό	1
Σκοπός και μεθοδολογία.....	2
Ερευνητικό ερέθισμα	3
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2-ΑΞΙΑ ΚΑΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ	5
Εταιρική αξία	5
Παράγοντες επηρεάζουν την αξία της εταιρείας.....	6
Ορισμός αποτίμησης.....	9
Σπουδαιότητα αποτίμησης.....	10
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3-ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ	12
Θεμελιώδης και σχετική αποτίμηση	12
Μέθοδοι αποτίμησης	13
Μέθοδος αποτίμησης – Ισολογισμός (Βάσει Λογιστικής).....	13
Μέθοδος αποτίμησης – Πολλαπλάσια.....	15
Μέθοδος αποτίμησης – Προεξοφλημένες Ταμειακές Ροές.....	17
Μέθοδος αποτίμησης – Οικονομική Προστιθέμενη Αξία	21
Μέθοδος αποτίμησης – Options	22
Κόστος χρηματοδότησης.....	24
Κόστος ιδίων κεφαλαίων.....	25
Κόστος χρέους	26
Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου.....	27
Ρυθμός ανάπτυξης.....	29
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4-ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΝΕΟΓΑΛ.....	30
Ίδρυση της ΝΕΟΓΑΛ.....	30
Στόχος και όραμα της ΝΕΟΓΑΛ	31
Δομή εταιρικής διακυβέρνησης της ΝΕΟΓΑΛ	31
Πιστοποιήσεις της ΝΕΟΓΑΛ.....	32
Ανάλυση εξωτερικού περιβάλλοντος (PEST) της ΝΕΟΓΑΛ	34
Πολιτικό περιβάλλον.....	34
Οικονομικό περιβάλλον	35

Κοινωνικό περιβάλλον	35
Τεχνολογικό περιβάλλον	36
Σημαντικά γεγονότα που έγιναν το 2021	36
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5-ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΝΕΟΓΑΛ.....	38
Ανάλυση κινδύνων της ΝΕΟΓΑΛ.....	38
Ανάλυση αριθμοδεικτών της ΝΕΟΓΑΛ.....	39
Δείκτες ρευστότητας.....	40
Δείκτες δραστηριότητας.....	43
Δείκτες χρέους	46
Δείκτες αποδοτικότητας	49
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6-ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΝΕΟΓΑΛ.....	54
Υπολογισμός ρυθμού ανάπτυξης (g)	54
Υπολογισμός συντελεστή βήτα	55
Υπολογισμός κόστους ιδίων κεφαλαίων (Cost of Equity)	56
Υπολογισμός κόστους δανεισμού (Cost of debt).....	57
Υπολογισμός WACC.....	58
Προσδιορισμός ελεύθερων ταμειακών ροών για την επιχείρηση (FCFF) .	59
Προσδιορισμός υπολειμματικής αξίας.....	60
Προσδιορισμός αξίας της ΝΕΟΓΑΛ βάσει της προεξόφλησης των ταμειακών ροών της εταιρείας (FCFF) και της υπολειμματικής αξίας	61
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7-ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	62
7.1 Συμπεράσματα	62
Βιβλιογραφία	64
Παράρτημα	68

Κατάλογος πινάκων

Πίνακας 5.1-Δείκτης γενικής ρευστότητας για τη ΝΕΟΓΑΛ για την περίοδο 2017-2021	40
Πίνακας 5.2-Δείκτης άμεσης ρευστότητας για τη ΝΕΟΓΑΛ για την περίοδο 2017-2021	42
Πίνακας 5.3-Δείκτης μετρητών για τη ΝΕΟΓΑΛ για την περίοδο 2017-2021	43
Πίνακας 5.4-Κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων για τη ΝΕΟΓΑΛ για την περίοδο 2017-2021	44
Πίνακας 5.5-Μέση περίοδος είσπραξης των απαιτήσεων για τη ΝΕΟΓΑΛ για την περίοδο 2017-2021	46
Πίνακας 5.6-Δείκτης συνολικής δανειακής επιβάρυνσης για τη ΝΕΟΓΑΛ για την περίοδο 2017-2021	47
Πίνακας 5.7-Δείκτης χρέους προς ίδια κεφάλαια για τη ΝΕΟΓΑΛ για την περίοδο 2017-2021	48
Πίνακας 5.8-Μικτό περιθώριο κέρδους για τη ΝΕΟΓΑΛ για την περίοδο 2017-2021	50
Πίνακας 5.9-Δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων για τη ΝΕΟΓΑΛ για την περίοδο 2017-2021	51
Πίνακας 5.10-Δείκτης αποδοτικότητας συνόλου ενεργητικού για τη ΝΕΟΓΑΛ για την περίοδο 2017-2021	52
Πίνακας 6.1-Ρυθμός ανάπτυξης για την περίοδο 2022-2026	54
Πίνακας 6.2-Ποσοστό συμμετοχής ξένων κεφαλαίων για την περίοδο 2017-2021	55
Πίνακας 6.3-Απόδοση 10ετούς Ομολόγου Ελληνικού Δημοσίου	57
Πίνακας 6.4-Μέσο κόστος δανεισμού για την περίοδο 2017-2021	58
Πίνακας 6.5-Ποσοστό συμμετοχής ιδίων και ξένων κεφαλαίων	59
Πίνακας 6.6-Ελεύθερες ταμειακές ροές για την εταιρεία	60
Πίνακας 6.7-Υπολογισμός υπολειμματικής αξίας	60
Πίνακας 6.8-Αξία της ΝΕΟΓΑΛ	61

Κατάλογος διαγραμμάτων

Διάγραμμα 5.1-Δείκτης γενικής ρευστότητας για τη ΝΕΟΓΑΛ για την περίοδο 2017-2021.....	41
Διάγραμμα 5.2-Δείκτης άμεσης ρευστότητας για τη ΝΕΟΓΑΛ για την περίοδο 2017-2021.....	42
Διάγραμμα 5.3-Δείκτης μετρητών για τη ΝΕΟΓΑΛ για την περίοδο 2017-2021	43
Διάγραμμα 5.4-Κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων για τη ΝΕΟΓΑΛ για την περίοδο 2017-2021.....	45
Διάγραμμα 5.5-Μέση περίοδος είσπραξης των απαιτήσεων για τη ΝΕΟΓΑΛ για την περίοδο 2017-2021	46
Διάγραμμα 5.6-Δείκτης συνολικής δανειακής επιβάρυνσης για τη ΝΕΟΓΑΛ για την περίοδο 2017-2021	48
Διάγραμμα 5.7-Δείκτης χρέους προς ίδια κεφάλαια για τη ΝΕΟΓΑΛ για την περίοδο 2017-2021.....	49
Διάγραμμα 5.8-Μικτό περιθώριο κέρδους για τη ΝΕΟΓΑΛ για την περίοδο 2017-2021.....	50
Διάγραμμα 5.9-Δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων για τη ΝΕΟΓΑΛ για την περίοδο 2017-2021.....	52
Διάγραμμα 5.10-Δείκτης αποδοτικότητας συνόλου ενεργητικού για τη ΝΕΟΓΑΛ για την περίοδο 2017-2021	53

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1-ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Ιστορικό

Όλα τα περιουσιακά στοιχεία έχουν κάποιο είδος αξίας. Η κατανόηση της διαφοράς μεταξύ της τιμής μιας μετοχής και της εκτιμώμενης αξίας μπορεί να οδηγήσει σε ένα συγκεκριμένο είδος γνώσης, σχετικά με το πως μπορεί να εξελιχθεί η τιμή βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα. Ο Hägglund (2001) υποστηρίζει ότι μια σωστή ανάλυση θα μπορούσε να δώσει πλεονεκτήματα στους επενδυτές, καθώς οδηγεί σε καλύτερη γνώση για τις εταιρείες και τις μετοχές, γεγονός που καθιστά δυνατό τον εντοπισμό μετοχών με υψηλότερες αποδόσεις. Υπάρχει ένας μεγάλος αριθμός μοντέλων που χρησιμοποιούνται για την αποτίμηση περιουσιακών στοιχείων και εταιρειών, τα οποία έχουν χρησιμοποιηθεί για μεγάλο χρονικό διάστημα σε όλους τους κλάδους της οικονομίας.

Ορισμένοι επενδυτές χρησιμοποιούν στρατηγικές ορμής, ενώ άλλοι χρησιμοποιούν την τεχνική ανάλυση. Είναι, ωστόσο, πιο συνηθισμένο να εξετάζεται η διαδικασία αποτίμησης των αποθεμάτων. Εάν γίνει σωστή αποτίμηση μιας μετοχής, αυτό σημαίνει ότι οι επενδυτές θα είναι σε θέση να γνωρίζουν εάν η μετοχή διαπραγματεύεται σε υψηλότερη ή σε χαμηλότερη τιμή, δηλαδή εάν είναι υπερτιμημένη ή υποτιμημένη (Aljifri & Ahmad, 2019). Στην εταιρική αποτίμηση, υπάρχουν δύο παραδοσιακές προσεγγίσεις της αποτίμησης και κάθε τύπος έχει τους υποτύπους του. Η εγγενής ή θεμελιώδης αποτίμηση είναι η πρώτη από αυτές.

Η δεύτερη προσέγγιση της αποτίμησης ονομάζεται σχετική αποτίμηση και οι διαφορές μεταξύ αυτών των μοντέλων προέρχονται από τις διαφορετικές απόψεις για την αποτελεσματικότητα της αγοράς. Στην εσωτερική αποτίμηση, μια υπόθεση είναι ότι οι αγορές κάνουν λάθη. Αυτό σημαίνει ότι η τιμή των μετοχών σε έναν κλάδο, ή ακόμα και σε μια ολόκληρη αγορά, δεν είναι απαραίτητα σωστή. Η μετοχή μπορεί να είναι είτε υπερτιμημένη είτε υποτιμημένη.

Όσον αφορά τη σχετική προσέγγιση, ο Damodaran (2012) σημειώνει ότι παρόλο που οι αγορές κάνουν λάθη στην τιμολόγηση ορισμένων μεμονωμένων μετοχών, οι αγορές είναι σωστές στο σύνολό τους. Αυτό σημαίνει πως όταν ένας επενδυτής εξετάζει μια συγκεκριμένη μετοχή με άλλες συγκρίσιμες μετοχές, η τιμή των συγκρίσιμων μετοχών είναι σωστή κατά μέσο όρο. Στην εσωτερική αποτίμηση, συνήθως εξετάζονται

συγκεκριμένα μοντέλα ταμειακών ροών.

Ο Fernández (2008) υποστηρίζει ότι οι μέθοδοι που χρησιμοποιούνται αυτή τη στιγμή είναι τα μοντέλα προεξοφλημένων ταμειακών ροών. Είναι επίσης οι πιο αποδεκτές μέθοδοι τόσο στην ακαδημαϊκή όσο και στην επιχειρηματική κοινότητα. Γενικά, αυτές οι μέθοδοι προσπαθούν να καθορίσουν την αξία της επιχείρησης μέσω της εκτίμησης των ταμειακών ροών που θα δημιουργηθούν στο μέλλον και στη συνέχεια τις προεξοφλούν με το κατάλληλο επιτόκιο (Fernández, 2008). Αυτή η προσέγγιση της αποτίμησης μιας εταιρείας βασίζεται στα θεμελιώδη στοιχεία της ίδιας της εταιρείας.

Σκοπός και μεθοδολογία

Σκοπός της συγκεκριμένης εργασίας είναι να αναλύσει και να μελετήσει την ΝΕΟΓΑΛ, μία από τις μεγαλύτερες εταιρείες που δραστηριοποιούνται στον κλάδο των γαλακτοκομικών προϊόντων στην Ελλάδα. Ειδικότερα, τα ερευνητικά ερωτήματα τα οποία θα αποτελέσουν το αντικείμενο μελέτης αυτής της εργασίας και τα οποία θα ερευνήσουμε εξονυχιστικά είναι τα ακόλουθα:

- Ποια είναι η προβλεπόμενη αξία για την εταιρεία;
- Πως κινήθηκαν οι δείκτες ρευστότητας της ΝΕΟΓΑΛ για την εξεταζόμενη χρονική περίοδο;
- Ποια ήταν η πορεία των δεικτών δραστηριότητας της ΝΕΟΓΑΛ για την εξεταζόμενη χρονική περίοδο;
- Ποια ήταν η πορεία των δεικτών κερδοφορίας της ΝΕΟΓΑΛ για την εξεταζόμενη χρονική περίοδο;
- Σε τι επίπεδα κινήθηκε το χρέος της ΝΕΟΓΑΛ την εξεταζόμενη χρονική περίοδο;

Η μεθοδολογία που θα χρησιμοποιήσουμε για να καλύψουμε τον σκοπό και τα ερευνητικά ερωτήματα της εργασίας είναι αυτή της αποτίμησης της αξίας της ΝΕΟΓΑΛ. Αρχικά, θα γίνει μία θεωρητική προσέγγιση της έννοιας της αποτίμησης και των μεθόδων της ενώ σε δεύτερο στάδιο θα υπολογιστούν και θα αναλυθούν οι αριθμοδείκτες της εταιρείας και θα γίνει η αποτίμηση της αξίας της με την μέθοδο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών. Τα δεδομένα τα οποία θα χρησιμοποιηθούν για τους σκοπούς της έρευνας είναι οικονομικά στοιχεία τα οποία θα αντληθούν από τις

ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας που είναι δημοσιευμένες στην επίσημη ιστοσελίδα της.

Ερευνητικό ερέθισμα

Είναι ευρέως γνωστό ότι μια ενιαία μέθοδος ή μοντέλο αποτίμησης που θα μπορούσε να προβλέψει μια μελλοντική τιμή μετοχής είναι δύσκολο να βρεθεί ή μπορεί ακόμη και να μην υπάρχει. Μπορεί κανείς να πει ότι η αναζήτηση πληροφοριών και μοντέλων αποτίμησης που καθορίζουν τις τιμές των μετοχών στις κεφαλαιαγορές μπορεί να εξηγήσει την δήλωση των Ramnath et al., (2008), σύμφωνα με τους οποίους υποστηρίζεται ότι η αποτίμηση μιας εταιρείας είναι πολύπλοκη. Σύμφωνα με τους συγγραφείς αυτό συμβαίνει διότι η εταιρεία θα πρέπει να μπορεί να γνωρίζει τι θα συμβεί στο μέλλον. Ορισμένα μοντέλα αποτίμησης προτιμώνται μεταξύ άλλων στις επιχειρήσεις και στον ακαδημαϊκό κόσμο, γεγονός που δείχνει ότι έχουν καλύτερη πρακτική εφαρμογή και επομένως έχουν κάποια πλεονεκτήματα.

Δεν είναι πάντα προτιμότερο να εφαρμόζονται όλα τα μοντέλα σε όλους τους τύπους εταιρειών, καθώς τα χαρακτηριστικά διαφέρουν συνήθως μεταξύ τους. Επομένως, υπάρχουν εταιρείες με συγκεκριμένο τύπο στις οποίες ένα μοντέλο μπορεί να είναι πιο συναφές από άλλα μοντέλα. Συνεπώς, είναι σημαντικό να διερευνηθούν τα διάφορα μοντέλα αποτίμησης που υπάρχουν ώστε να δούμε πως λειτουργεί το κάθε ένα. Είναι επίσης σημαντικό για τον λόγο αυτόν να διεξαχθεί μία εμπειρική μελέτη η οποία θα εξετάζει την εφαρμογή ενός μοντέλου αποτίμησης μέσω της πρακτικής εφαρμογής, στην περίπτωση μας μέσω της μελέτης της ΝΕΟΓΑΛ.

Ένα μοντέλο μπορεί να δώσει ένα αποτέλεσμα που απέχει πολύ από την τρέχουσα τιμή της μετοχής. Υπάρχουν δύο πιθανές εξηγήσεις για αυτό. Θα μπορούσε να σημαίνει ότι το ίδιο το μοντέλο δεν είναι κατάλληλο για χρήση από την εκτιμώμενη εταιρεία. Θα μπορούσε επίσης να σημαίνει ότι η αγορά έχει υπερτιμήσει ή υποτιμήσει μια εταιρεία και ότι το αποτέλεσμα του μοντέλου είναι ακριβές. Ο απώτερος στόχος των μοντέλων αποτίμησης των εταιρειών είναι να βοηθήσουν τους επενδυτές στις επενδυτικές αποφάσεις που έχουν να λάβουν. Με τη σειρά τους οι Hermoza και Molina (2017) υποστηρίζουν ότι παρόλο που μπορούν να χρησιμοποιηθούν διάφορες μέθοδοι για την αξιολόγηση μιας επιχείρησης, οι υπολογισμένες τιμές που λαμβάνονται από τα μοντέλα καταλήγουν σε ένα ευρύ φάσμα διαφορών.

Οι διαφορές αντικατοπτρίζονται στην τελική αξία που προκύπτει από τη διαδικασία της αποτίμησης, καθώς και στην εννοιολογική εξέλιξη σε όλα τα στάδια της διαδικασίας αποτίμησης. Οι ερευνητές και οι ακαδημαϊκοί υποστηρίζουν επίσης ότι δεν είναι δυνατόν να θεωρηθεί λανθασμένη καμία από αυτές τις μεθόδους, δεδομένου ότι η χρήση τους εξαρτάται, στην πλειονότητα των περιπτώσεων, από τον σκοπό για τον οποίο διεξάγεται η αποτίμηση.

Ωστόσο, αρκετοί είναι εκείνοι που υποστηρίζουν ότι η μέθοδος των προεξοφλημένων ταμειακών ροών είναι ένας πιο εξελιγμένος τρόπος αποτίμησης των εταιρειών σε σύγκριση με τις υπόλοιπες μεθόδους. Σε αντίθεση με τη σχετική αποτίμηση, η μέθοδος των προεξοφλημένων ταμειακών ροών κάνει εκτιμήσεις σχετικά με τους θεμελιώδεις παράγοντες της αξίας της εταιρείας. Επίσης, ο DeAngelo (1990) δηλώνει ότι η πραγματοποίηση λογικών προβλέψεων με βάση αυτά τα θεμελιώδη στοιχεία των προεξοφλημένων ταμειακών ροών είναι πιο σημαντική από την αξιολόγηση της εταιρείας με άλλες μεθόδους όπως είναι τα πολλαπλάσια, όπου οι παράγοντες που επιδρούν στην αξία της εταιρείας απλοποιούνται.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2-ΑΞΙΑ ΚΑΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ

Εταιρική αξία

Ο κύριος σκοπός της εταιρείας δεν είναι μόνο να αποκομίσει κέρδος αλλά και να μεγιστοποιήσει την εταιρική αξία. Η εταιρική αξία αντικατοπτρίζεται στην τιμή της μετοχής της εταιρείας. Η αύξηση της τιμής της μετοχής δείχνει την εμπιστοσύνη των επενδυτών στην εταιρεία, καθώς οι τελευταίοι είναι πρόθυμοι να πληρώσουν περισσότερα, ώστε να λάβουν υψηλότερη απόδοση. Η εταιρική αξία είναι το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων που κατέχονται. Αποτελείται από την αγοραία αξία του μεριδίου και των υποχρεώσεων (Damodaran, 2002). Η υψηλή τιμή της μετοχής μπορεί να δίνει ένα θετικό σημάδι και συνεπώς να προσελκύει περισσότερους επενδυτές (Ramnath et al., 2008).

Η εταιρική αξία μπορεί να αυξηθεί μέσω της αύξησης της ευημερίας των μετόχων. Η ευημερία των μετόχων μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως παράδειγμα της εταιρικής αξίας. Η εταιρική αξία είναι πολύ σημαντική για την εταιρεία γιατί δείχνει πόσο καλή είναι η απόδοση της εταιρείας. Η θεωρία σήματος δηλώνει ότι η εταιρική αξία εμφανίζεται μέσω σημάτων με τη μορφή πληροφοριών που θα ληφθούν από τους επενδυτές. Αυτές οι πληροφορίες μπορούν να ληφθούν μέσω της τιμής της μετοχής της εταιρείας, των αποφάσεων χρηματοδότησης και των επενδυτικών δραστηριοτήτων της εταιρείας

Οι Koller et al. (2005) περιέγραψαν την εταιρική αξία ως την ονομαστική αξία, την αγοραία αξία, την εγγενή αξία, τη λογιστική αξία και την αξία ρευστοποίησης. Οι Imam et al. (200) κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι περισσότερες αντιπροσωπευτικές έννοιες για τον προσδιορισμό της απόδοσης της εταιρείας στην αγορά ήταν η εγγενής αξία, αλλά ήταν πολύ δύσκολο να εκτιμηθεί η εγγενής αξία, επειδή ο προσδιορισμός της απαιτεί την ικανότητα προσδιορισμού σημαντικών μεταβλητών που καθορίζουν την κερδοφορία μιας εταιρείας. Αυτές οι μεταβλητές διαφέρουν από τη μια εταιρεία στην άλλη. Ως εκ τούτου, η αγοραία αξία χρησιμοποιήθηκε λόγω της ευκολίας των δεδομένων.

Σύμφωνα με τους Rosada & Idayati (2017), η εταιρική αξία είναι πολύ σημαντική. Οι Hermoza & Molina (2009) δήλωσαν ότι η αξία μιας εταιρείας μπορεί να μετρηθεί με τον δείκτη αγοραία αξία προς λογιστική αξία. Υπάρχουν διάφοροι δείκτες για τη μέτρηση της αγοραίας αξίας των εταιρειών, ένας από τους οποίους είναι ο Tobin's Q.

Ο δείκτης Tobin's Q θεωρείται ότι δίνει τις καλύτερες πληροφορίες καθώς περιλαμβάνει όλα τα στοιχεία του χρέους και του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας, συμπεριλαμβανομένων των κοινών μετοχών, των ιδίων κεφαλαίων και όλων των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας.

Παράγοντες επηρεάζουν την αξία της εταιρείας

Η εταιρική αξία μπορεί να επηρεαστεί τόσο από ενδογενείς όσο και από εξωγενείς παράγοντες. Καθώς η διοίκηση της επιχείρησης δεν μπορεί να έχει κανέναν έλεγχο στους εξωγενείς παράγοντες, αυτή η εργασία δίνει έμφαση κυρίως στους ενδογενείς παράγοντες, οι οποίοι και αναλύονται παρακάτω.

- **Οι επιρροές της μερισματικής πολιτικής στην αξία της επιχείρησης**

Η εταιρική αξία μπορεί να επιτευχθεί με την αύξηση των τιμών των μετοχών για την ενίσχυση της ευημερίας του ιδιοκτήτη (Saona & San Martín, 2018). Οι Crisóstomo et al. (2011) εξήγησαν ότι υπάρχουν πολλά χαρακτηριστικά της εταιρείας, δηλαδή η μερισματική πολιτική, η κεφαλαιακή δομή και η συγκέντρωση ιδιοκτησίας που μπορούν να επηρεάσουν την αξία της εταιρείας. Η μερισματική πολιτική και η κεφαλαιακή διάρθρωση είναι συμπληρωματικοί τρόποι ελέγχου των προβλημάτων της εταιρείας, επειδή τείνουν να επηρεάζουν τα κίνητρα των διευθυντών και ως εκ τούτου έχουν αντίκτυπο στην αξία της εταιρείας (Saona & San Martín, 2018). Οι Saona & San Martín (2018) διαπίστωσαν ότι η μερισματική πολιτική έχει θετική επίδραση στην αξία της εταιρείας.

Η πολιτική υψηλού μερίσματος με τη μορφή πληρωμής μερισμάτων μπορεί να αυξήσει την τιμή της μετοχής και την αξία της εταιρείας. Οι Hauser & Thornton (2017) συμφωνούν με τα ευρήματα της εργασίας των Saona & San Martín (2018). Ωστόσο, οι Dennis & Smith (2014) υποστήριξαν ότι η επίδραση της μερισματικής πολιτικής στην αξία της εταιρείας είναι αρνητική. Η δημιουργία ενός τεχνητού μερίσματος μπορεί να μειώσει την αξία της επιχείρησης επειδή εκτρέπει τα κεφάλαια από την επένδυση στην κατανάλωση αγαθών. Μια άλλη μελέτη που διεξήχθη από τους Dennis & Smith (2014), διαπίστωσε ότι η μερισματική πολιτική δεν έχει καμία επίδραση στην αξία της εταιρείας.

Ο Mokaya (2013) προσπάθησε να προσδιορίσει τον αντίκτυπο της μερισματικής πολιτικής στην αγοραία αξία των μετοχών στον τραπεζικό κλάδο στην Κένυα,

συγκεντρώνοντας δεδομένα με την χρήση ενός δομημένου ερωτηματολογίου. Ο συγγραφέας χρησιμοποίησε την περιγραφική αλλά και επαγωγική στατιστική για την ανάλυση των δεδομένων. Τα ευρήματα έδειξαν ότι υπήρχε σημαντική και θετική σχέση ανάμεσα στην μερισματική πολιτική και την αξία της εταιρείας.

- **Οι επιδράσεις της κερδοφορίας στην αξία της επιχείρησης**

Η ικανότητα μιας επιχείρησης να δημιουργεί έσοδα με την αποτελεσματική χρήση των περιουσιακών στοιχείων, των ιδίων κεφαλαίων και των πωλήσεων, είναι γνωστή ως κερδοφορία (Kontesa, 2015). Η υψηλή κερδοφορία επηρεάζει τη χρηματοοικονομική ευελιξία της επιχείρησης, έτσι ώστε η τελευταία να είναι σε θέση να πληρώσει μερίσματα και να σημειώνει θετικές τιμές στην κεφαλαιαγορά (Manu et al., 2019). Η κερδοφορία επιτρέπει στους επενδυτές να δουν πόσο αποτελεσματικά μια επιχείρηση ξοδεύει το κεφάλαιό της για τις λειτουργικές της δραστηριότητες προκειμένου να αποκομίσει υψηλότερα κέρδη. Το υψηλό κέρδος αντανακλά εξαιρετικές εταιρικές προοπτικές, οι οποίες προσελκύουν τους επενδυτές να αυξήσουν τη ζήτηση για τις μετοχές μιας εταιρείας.

Η αύξηση της ζήτησης για μετοχές αυξάνει την αξία της εταιρείας. Η κερδοφορία έχει θετική επίδραση στην αξία της επιχείρησης (Gleason & Johnson, 2008). Οι εξαιρετικά κερδοφόρες επιχειρήσεις είναι πιο πιθανό να έχουν υψηλότερη αξία. Σύμφωνα με τους Gilson et al. (2000) μια επένδυση λέγεται ότι είναι κερδοφόρα, εάν η επένδυση θα μπορούσε να κάνει τους επενδυτές πιο πλούσιους. Με άλλα λόγια, ο επενδυτής αποκτά μεγαλύτερη ευημερία μετά την επένδυση. Το πιο σημαντικό πράγμα για την εταιρεία είναι πώς θα μεγιστοποιήσει την αξία των μετόχων. Όσο μεγαλύτερη είναι η ικανότητα της εταιρείας να πραγματοποιήσει κέρδη, τόσο μεγαλύτερη είναι η αναμενόμενη απόδοση των επενδυτών, καθιστώντας την αξία της εταιρείας μεγαλύτερη.

- **Οι επιρροές του μεγέθους στην αξία της επιχείρησης**

Το μέγεθος μιας εταιρείας αντικατοπτρίζει το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων που κατέχει. Σύμφωνα με τον Fernandez (2008) η θεωρία των πόρων εστιάζει στους πόρους που κατέχει μία εταιρεία και στον έλεγχο αυτών, όπως είναι η τεχνολογία, τα περιουσιακά στοιχεία και η πνευματική ιδιοκτησία. Με βάση τη θεωρία των πόρων ο Damodaran (2006) δηλώνει ότι όσο μεγαλύτερη είναι η αξία μιας εταιρείας, τόσο υψηλότερη θα είναι και η κερδοφορία της.

Για παράδειγμα, εταιρείες που σημειώνουν υψηλά ποσά στο σύνολο του ενεργητικού, είθισται να έχουν ικανοποιητικές αποδόσεις, και να καταγράφουν υψηλά κέρδη. Τέτοιες εταιρείες είναι συνήθως μεγάλες εταιρείες, οι οποίες διαθέτουν αρκετούς πόρους και συνεπώς μπορούν να πραγματοποιήσουν περισσότερες επενδύσεις. Αυτό το γεγονός, συμβάλει με τη σειρά του στην αύξηση του μεριδίου αγοράς που κατέχει η εταιρεία στον κλάδο (Berkam et al., 2000).

Η προηγούμενη άποψη, υποστηρίζεται από την εργασία των Adebity & Sunday (2011) σύμφωνα με τους οποίους, το μέγεθος της επιχείρησης ασκεί σημαντική και θετική επίδραση στην κερδοφορία. Σύμφωνα με τους Barniv et al. (2009) υποστηρίζεται ότι οι μεγάλες εταιρείες συνήθως έχουν και μεγάλη κεφαλαιοποίηση. Τέτοιες εταιρείες αποτελούν πόλο έλξης για τους επενδυτές, οι οποίοι θεωρούν ότι επενδύοντας σε μία μεγάλη εταιρεία θα εξασφαλίσουν σταθερές αποδόσεις.

- **Οι επιρροές της ανάπτυξης στην αξία της επιχείρησης**

Οι εταιρείες με υψηλό ρυθμό ανάπτυξης έχουν την τάση να δημιουργούν υψηλές ταμειακές ροές στο μέλλον και υψηλή κεφαλαιοποίηση αγοράς που με τη σειρά τους συμβάλουν στην προσέλκυση περισσότερων επενδυτών. Η αξία της εταιρείας επηρεάζεται από τις επενδυτικές ευκαιρίες. Αυτό σημαίνει πως η ύπαρξη επενδυτικών ευκαιριών μπορεί να δώσει ένα θετικό μήνυμα για την ανάπτυξη της εταιρείας στο μέλλον, ώστε να ενισχυθεί η αξία των μετόχων. Μπορούμε να πούμε ότι η ανάπτυξη επηρεάζει την αξία της εταιρείας.

- **Επίδραση της κεφαλαιακής διάρθρωσης στην αξία της εταιρείας**

Για να μπορέσει μία εταιρεία να λειτουργήσει, χρειάζεται κεφάλαια. Τα κεφάλαια αυτά μπορούν να προέρχονται τόσο από εσωτερικές πηγές (μετοχικό κεφάλαιο, κέρδη εις νέον και αποθεματικά) όσο και από εξωτερικές πηγές όπως ο δανεισμός. Στις αποφάσεις χρηματοδότησής τους, οι εταιρείες πρέπει πραγματικά να εξετάσουν για εναλλακτικές λύσεις, ώστε να εντοπίσουν για τις πιο αποτελεσματικές και να επιτύχουν την οικονομική ισορροπία της εταιρείας.

Η κεφαλαιακή διάρθρωση είναι αναλογία ανάμεσα στο ποσό του χρέους με τα ίδια κεφάλαια της εταιρείας. Η υψηλή αξία του δείκτη χρέους προς ίδια κεφάλαια σημαίνει ότι η εταιρεία χρησιμοποιεί περισσότερα ξένα κεφάλαια σε σχέση με τα ίδια. Σύμφωνα

με τη θεωρία σηματοδότησης, η υψηλή αξία ερμηνεύεται από τους επενδυτές ως θετικό σημάδι.

Οι Asquith et al. (2005) δηλώνουν ότι η κεφαλαιακή διάρθρωση έχει σημαντική αρνητική επίδραση στην αξία της επιχείρησης. Ο La Rocca (2007) διεξήγαγε μια μελέτη σχετικά με τη διάρθρωση του κεφαλαίου και αποκάλυψε ότι η κεφαλαιακή δομή έχει θετική επίδραση στην αξία της εταιρείας. Η αύξηση της απόδοσης φαίνεται από την κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρείας. Η αξία της εταιρείας μπορεί να αυξησει τον υψηλό δείκτη κεφαλαιακής διάρθρωσης. Ωστόσο, οι Aljifri & Ahmand (2019) δεν μπόρεσαν να βρουν ευρήματα ώστε να υποστηρίξουν την επίδραση της κεφαλαιακής διάρθρωσης στην αξία της εταιρείας.

- **Επίδραση της ρευστότητας στις εταιρικές αξίες**

Η ρευστότητα δείχνει την ικανότητα της εταιρείας να εκπληρώσει τις βραχυπρόθεσμες χρηματοοικονομικές της υποχρεώσεις. Σύμφωνα με τη θεωρία σηματοδότησης, οι εταιρείες που έχουν υψηλό επίπεδο ρευστότητας κερδίζουν την εμπιστοσύνη των επενδυτών επειδή οι τελευταίοι θεωρούν ότι η εταιρεία έχει καλή σταθερότητα και απόδοση (Nurhayati, 2013). Αυτό εξηγείται αφενός από το γεγονός ότι η υψηλή ρευστότητα υποδηλώνει αφενός μικρότερο κίνδυνο αθέτησης για την εταιρεία και αφετέρου μικρότερο κίνδυνο για του επενδυτές. Ως εκ τούτου, η αύξηση της εμπιστοσύνης σε μια εταιρεία θα ενθαρρύνει τους επενδυτές να επενδύσουν τα κεφάλαιά τους, με αποτέλεσμα η αύξηση της ζήτησης να οδηγήσει σε αύξηση της τιμής της μετοχής της συγκεκριμένης εταιρείας.

Ορισμός αποτίμησης

Η αποτίμηση πραγματοποιείται για πολλούς σκοπούς, συμπεριλαμβανομένων συναλλαγών, χρηματοδότησης, φορολογικού σχεδιασμού και συμμόρφωσης, μεταβίβασης πλούτου, μεταβίβασης ιδιοκτησίας, χρηματοοικονομικής λογιστικής, πτώχευσης, πληροφοριών διαχείρισης και υποστήριξης σχεδιασμού και δικαστικών διαφορών. Η αποτίμηση της επιχείρησης αναφέρεται στη διαδικασία και το σύνολο των διαδικασιών που χρησιμοποιούνται για τον προσδιορισμό της αξίας μια εταιρείας. Η αποτίμηση αποτελείται από την κρίση σχετικά με τις προοπτικές ανάπτυξης μιας εταιρείας και τις σχετικές οικονομικές προβλέψεις.

Ως εκ τούτου, είναι ένα μείγμα υποκειμενικών και αντικειμενικών αξιολογήσεων όλων

των πτυχών της εταιρείας, συμπεριλαμβανομένης της ομάδας διαχείρισης (Keegan, 2008). Στόχος των σύγχρονων μεθόδων αποτίμησης είναι να προσδιορίσουν την αξία της εταιρείας από την οικονομική της κατάσταση. Η εταιρεία αξιολογείται με βάση την κατάστασή της αυτή τη στιγμή αλλά και κυρίως από τις μελλοντικές της προσδοκίες. Η αξία που προσδιορίζεται με αυτές τις μεθόδους μπορεί να διαφέρει σημαντικά από την αξία της εταιρείας στις οικονομικές της καταστάσεις (Arnold & Moizer, 1984). Ο Arzac (2005) αναφέρει ότι οι πιο κοινές προσεγγίσεις αποτίμησης καθορίζουν τις αξίες των λειτουργικών επιχειρήσεων με βάση τα κέρδη ή τις ταμειακές ροές τους, αφαιρούν τις υποχρεώσεις και προσθέτουν ξανά την αξία των μη λειτουργικών περιουσιακών στοιχείων.

Οι μέθοδοι αποτίμησης μπορούν να κατηγοριοποιηθούν σε τρεις ομάδες, μέθοδοι που βασίζονται σε περιουσιακά στοιχεία, μέθοδοι βάσει εισοδήματος και μέθοδοι που βασίζονται σε σχετικές αποτιμήσεις. Στη μέθοδο σχετικής αποτίμησης, μια εταιρεία αξιολογείται συγκρίνοντάς την με εταιρείες που ανήκουν στον κλάδο (Barker, 1999). Η προσέγγιση εισοδήματος υπολογίζει την αξία της επιχείρησης με την παρούσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών ταμειακών ροών και στην προσέγγιση περιουσιακών στοιχείων η αξία της εταιρείας υπολογίζεται από την εύλογη αξία των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας μείον την εύλογη αγοραία αξία των υποχρεώσεών της (Berkman et al., 2000).

Σπουδαιότητα αποτίμησης

Οι λόγοι για τους οποίους κάποιος θα ήθελε να εκτιμήσει μια αξία για μια εταιρεία είναι πολλοί, όπως συγχωνεύσεις, συναλλαγές πώλησης, πτώχευση και εκκαθάριση εταιρείας, ανάληψη ή σύγκριση εταιρειών και δημιουργία επενδυτικού χαρτοφυλακίου είναι μόνο μερικοί από τους λόγους που καταγράφει ο Dzyuma (2012). Κατά τη συγχώνευση, είναι ζωτικής σημασίας για τον πωλητή και τον αγοραστή να λάβουν μια αριθμητική τιμή για την εταιρεία για να πραγματοποιηθεί η συναλλαγή. Όταν οι εταιρείες χρεοκοπούν και τα περιουσιακά τους στοιχεία πρέπει να ρευστοποιηθούν, απαιτείται επίσης η αποτίμηση της αξίας μιας εταιρείας. Επιπλέον, όλοι όσοι επενδύουν σε μετοχές πρέπει επίσης να γνωρίζουν την αξία μιας εταιρείας για να μπορέσουν να λάβουν έξυπνες και καλά τεκμηριωμένες αποφάσεις.

Ο Day (1986) τονίζει επίσης τη σημασία της αποτίμησης στις συγχωνεύσεις και εξαγορές, όπως και οι Kissin και Zulli (1988), οι οποίοι αναφέρουν επίσης τη σημασία

της αποτίμησης για τη λήψη χρηματοδότησης, τον καθορισμό φόρων, τις συμφωνίες αγοράς, τις φιλανθρωπικές εισφορές και τους διακανονισμούς ακινήτων. Ο κατάλογος σκοπών αποτίμησης του Fernandez (2008) περιλαμβάνει δραστηριότητες αγοράς και πώλησης εταιρειών, αποτιμήσεις εισηγμένων εταιρειών για την απόκτηση της τιμής της μετοχής, δημόσιες προσφορές, κληρονομίες και διαθήκες, συστήματα αποζημίωσης, προσδιορισμό των παραγόντων αξίας και στρατηγικό σχεδιασμό.

Σύμφωνα με τους Frankel et al. (2006) η αποτίμηση έχει γίνει ένα από τα πιο ουσιαστικά ζητήματα στη σημερινή οικονομία της ελεύθερης αγοράς. Οι αξίες των εταιρειών πρέπει να εκτιμηθούν από πολλούς διαφορετικούς συμμετέχοντες στην αγορά, όπως επαγγελματίες και ιδιώτες επενδυτές, χρηματοδότες, σύμβουλοι συγχωνεύσεων και εξαγορών, ιδιοκτήτες επιχειρήσεων και διευθυντές επιχειρήσεων. Οι Frankel et al. (2006) υπογραμμίζουν επίσης τη σημασία της αποτίμησης για ολόκληρη την οικονομία.

Το CFA (2017), παρέχει πολλούς τομείς στους οποίους μπορεί να εφαρμοστεί η αποτίμηση. Για παράδειγμα η αποτίμηση μπορεί να χρησιμοποιηθεί στην εξαγωγή προσδοκιών της αγοράς, με βάση την υπόθεση ότι μια τιμή αντανακλά τις προσδοκίες συναίνεσης των επενδυτών σχετικά με τις μελλοντικές επιδόσεις αυτής της εταιρείας. Η τιμή βοηθά έτσι στην παροχή πληροφοριών για τη στοχευμένη μεταβλητή, και στην αξιολόγηση εταιρικών γεγονότων όπως συγχωνεύσεις και εξαγορές, εκποιήσεις και άλλα. Επιπλέον, η αποτίμηση είναι χρήσιμη στην αξιολόγηση επιχειρηματικών στρατηγικών και μοντέλων, για να διαπιστωθεί ο αντίκτυπος στην αξία των μετόχων. Ο Fernández (2008) με τη σειρά του, προσθέτει στους παραπάνω λόγους τους παραπάνω λόγους που εξηγούν τη σημαντικότητα της αποτίμησης μιας εταιρείας και τους ακόλουθους:

- Αγοραπωλησίες της εταιρείας
- Δημόσιες προσφορές
- Κληρονομίες και διαθήκες
- Συστήματα αποζημίωσης με βάση τη δημιουργία αξίας
- Στρατηγική απόφαση για τη συνέχιση της ύπαρξης της εταιρείας και
- Στρατηγικός σχεδιασμός

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3-ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Θεμελιώδης και σχετική αποτίμηση

Η θεμελιώδης ανάλυση σε συνδυασμό με ένα επιλεγμένο μοντέλο αποτίμησης είναι μια διαδικασία που οδηγεί σε ένα συγκεκριμένο αποτέλεσμα. Αυτό το αποτέλεσμα πρέπει να είναι η βάση για την αξία της εταιρείας. Ο Nilsson (2002) υποστηρίζει ότι το αποτέλεσμα της διαδικασίας αποτίμησης που βασίζεται στη θεμελιώδη ανάλυση οδηγεί στην τελική τιμή για την εταιρεία. Μια θεμελιώδης αποτίμηση μιας εταιρείας που είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο στοχεύει να καθορίσει εάν οι μετοχές μιας εταιρείας είναι υποτιμημένες ή υπερτιμημένες έναντι της εισηγμένης αγοραίας τιμής για τη μετοχή (Nilsson, 2002).

Σύμφωνα με τον Nilsson (2002), η θεμελιώδης ανάλυση αναφέρεται στη διαδικασία προσδιορισμού της θεμελιώδους αξίας μιας μετοχής χρησιμοποιώντας πληροφορίες που είναι διαθέσιμες στο κοινό. Μερικοί αναλυτές χρησιμοποιούν μοντέλα προεξοφλημένων ταμειακών ροών για να αποτιμήσουν τις εταιρείες, ενώ άλλοι χρησιμοποιούν την σχετική αποτίμηση. Το βασικό χαρακτηριστικό για τη θεμελιώδη ανάλυση είναι ότι η σωστή αξία μιας εταιρείας μπορεί να συνδεθεί με τον αναπτυξιακό στόχο, το προφίλ κινδύνου και τις ταμειακές ροές της. Όταν υπάρχει διαφορά μεταξύ της αγοραίας αξίας και της υπολογιζόμενης αξίας, σημαίνει ότι η μετοχή είναι υποτιμημένη ή υπερτιμημένη (Damodaran, 2012).

Στην εταιρική αποτίμηση, η προσέγγιση της σχετικής αποτίμησης χρησιμοποιείται για την αξιολόγηση των εταιρειών συγκρίνοντάς τις με άλλες επιχειρήσεις με βάση ορισμένα πολλαπλάσια (Schreiner & Spremann, 2007). Η πιο κοινή χρήση αυτής της προσέγγισης είναι η χρήση μιας αναλογίας του μέσου όρου του κλάδου. Αυτό προϋποθέτει ότι οι άλλες εταιρείες του κλάδου είναι συγκρίσιμες με την επιχείρηση που αποτιμάται και ότι η αγορά, κατά μέσο όρο, τιμολογεί σωστά αυτές τις εταιρείες (Damodaran, 2012). Η σχετική αποτίμηση είναι επίσης γνωστή ως συγκρίσιμη αποτίμηση. Υπάρχουν δύο στοιχεία στη σχετική αποτίμηση. Η διαδικασία της σχετικής αποτίμησης ξεκινά με την επιλογή μιας ομάδας ομοτίμων. Η επιλογή ομάδας ομοτίμων βασίζεται στον καθορισμό των χαρακτηριστικών του κλάδου, στην αντιστοίχιση των εταιρειών ως προς το μέγεθος, την ανάπτυξη, τα περιθώρια κέρδους, την ένταση του ενεργητικού και τον κίνδυνο.

Τα πολλαπλάσια ταξινομούνται ως πολλαπλάσια κερδών, πολλαπλάσια λογιστικής αξίας, πολλαπλάσια εσόδων και πολλαπλάσια ανά τομέα (Ramnath et al., 2008). Το δεύτερο στοιχείο είναι ότι για να είναι δυνατή η αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων σε σχετική βάση, οι τιμές πρέπει να είναι τυποποιημένες. Σε αντίθεση με την αποτίμηση προεξοφλημένων ταμειακών ροών, η οποία περιγράφεται ως αναζήτηση εσωτερικής αξίας, βασιζόμαστε πολύ περισσότερο στην αποτελεσματικότητα της αγοράς όταν χρησιμοποιούμε την σχετική αποτίμηση. Με άλλα λόγια, υποθέτουμε ότι η αγορά είναι σωστή στον τρόπο με τον οποίο τιμολογεί τις μετοχές κατά μέσο όρο, αλλά ότι μπορεί να υπάρχουν μεμονωμένες μετοχές που τιμολογούνται εσφαλμένα (Damodaran, 2012).

Για τον εντοπισμό αυτών των συγκεκριμένων μετοχών, χρησιμοποιούνται οι βασικοί δείκτες στη σχετική αποτίμηση και, επομένως, θα μπορούσαν να βρεθούν οι μετοχές που είναι υπερτιμημένες ή υποτιμημένες. Ο Damodaran (2012) δηλώνει ότι η σχετική αποτίμηση μπορεί μερικές φορές να είναι δύσκολη, καθώς είναι δύσκολο να βρεθούν παρόμοιες εταιρείες. Δεν υπάρχουν δύο εταιρείες πανομοιότυπες και οι εταιρείες στην ίδια επιχείρηση μπορεί να διαφέρουν ως προς τον κίνδυνο, τις δυνατότητες ανάπτυξης και τις ταμειακές ροές.

Μέθοδοι αποτίμησης

Εν ολίγοις, οι κύριες μέθοδοι αποτίμησης μπορούν να ταξινομηθούν σε πέντε κατηγορίες:

1. Ισολογισμός (Λογιστική αξία/ Προσαρμοσμένη λογιστική αξία/ Αξία εκκαθάρισης)
2. Πολλαπλάσια
3. Προεξοφλημένες ταμειακές ροές
4. EVA (Οικονομική Προστιθέμενη Αξία)
5. Options

Μέθοδος αποτίμησης – Ισολογισμός (Βάσει Λογιστικής)

Οι μέθοδοι ισολογισμού χρησιμοποιούνται για συγκεκριμένο σκοπό και κυρίως όταν ενδιαφέρονται για τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας και όχι για τις μελλοντικές ταμειακές ροές της. Είναι ο ευκολότερος τρόπος για την αποτίμηση μιας εταιρείας,

αλλά είναι ανεπαρκής λόγω του γεγονότος ότι ο αγοραστής ενδιαφέρεται για το μελλοντικό αποτέλεσμα και όχι μόνο για την πραγματική καθαρή θέση της εταιρείας. Επιπλέον, οι μέθοδοι ισολογισμού αγνοούν πολύτιμα άυλα περιουσιακά στοιχεία όπως εμπορικό σήμα, δίκτυα, πελάτες, τα οποία μεταξύ άλλων δεν αντικατοπτρίζονται στον ισολογισμό, αλλά από την άλλη πλευρά, αντιπροσωπεύουν μια πρόσθετη αξία, που είναι η υπεραξία. Η υπεραξία είναι η διαφορά μεταξύ του ποσού που καταβάλλεται σε μια συμφωνία (διαπραγματευόμενη αξία) και της αξίας που αναγράφεται στον ισολογισμό της εξαγοράζουσας εταιρείας. Μερικές από αυτές τις μεθόδους ισολογισμού βάσει της λογιστικής είναι οι ακόλουθες: λογιστική αξία, προσαρμοσμένη λογιστική αξία και αξία ρευστοποίησης.

- **Λογιστική αξία**

Η λογιστική αξία μιας εταιρείας είναι η αξία των ιδίων κεφαλαίων που αναφέρεται στον ισολογισμό, η οποία είναι η διαφορά μεταξύ του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων και των υποχρεώσεων.

- **Προσαρμοσμένη λογιστική αξία**

Αυτός ο τύπος μεθόδου είναι αρκετά παρόμοιος με τον προηγούμενο (λογιστική αξία). Η μόνη διαφορά είναι ότι όλες οι αξίες των περιουσιακών στοιχείων και των υποχρεώσεων πρέπει να ταιριάζουν με την τρέχουσα αγοραία αξία τους, συμπεριλαμβανομένων όλων των υποχρεώσεων που ενδέχεται να μην αναφέρονται στον ισολογισμό.

- **Ρευστοποιήσιμη αξία**

Αυτή είναι η αξία της εταιρείας σε περίπτωση που ρευστοποιηθεί, πουληθούν τα περιουσιακά της στοιχεία και εξοφληθούν τα χρέη της. Η άυλη αξία, όπως η επωνυμία, το εμπορικό σήμα συνήθως δεν λαμβάνεται υπόψη. Επιπλέον, η αξία ρευστοποίησης δεν αντιπροσωπεύει τη δυνατότητα μελλοντικής δημιουργίας αξίας, λόγω αυτού ο αγοραστής αναζητά μόνο τις εγκαταστάσεις, τα μηχανήματα, την παραγωγική ικανότητα της εταιρείας και όχι την ιδιότητά της για μελλοντικές ταμειακές ροές.

Μέθοδος αποτίμησης – Πολλαπλάσια

Τα πολλαπλάσια υποθέτουν την αξία μιας εταιρείας ως σύγκριση άλλων παρόμοιων εταιρειών, συγκρίσιμων εταιρειών θα λέγαμε. Ως εκ τούτου, η αξία της εταιρείας Α διαιρούμενη με έναν δείκτη (θα μπορούσε να είναι τα κέρδη της εταιρείας) θα δημιουργήσει ένα πολλαπλάσιο που μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να ληφθεί η αξία της εταιρείας Β. Συνοψίζοντας, η μέθοδος αποτίμησης με βάση τα πολλαπλάσια βασίζεται στην υπόθεση ότι παρόμοια περιουσιακά στοιχεία πρέπει να έχουν παρόμοια αξία. Η αξία ενός περιουσιακού στοιχείου συγκρίνεται με τις αξίες που αξιολογούνται από την αγορά για παρόμοια ή συγκρίσιμα περιουσιακά στοιχεία.

Για να γίνει αυτού του είδους η αποτίμηση, είναι απαραίτητο να εντοπιστούν συγκρίσιμα περιουσιακά στοιχεία. Για να ληφθούν αγοραίες αξίες για αυτά τα περιουσιακά στοιχεία, θα πρέπει οι αγοραίες αξίες να μετατραπούν σε τυποποιημένες αξίες που θα δημιουργήσουν τα πολλαπλάσια. Στη συνέχεια, χρειάζεται να συγκριθεί το πολλαπλάσιο για το στοιχείο που αναλύεται με τις τυποποιημένες τιμές (Ramnath et al., 2008).

Προκειμένου να τυποποιηθεί η αξία, οι τιμές θα πρέπει να χρησιμοποιούν κοινή μεταβλητή όπως κέρδη, ταμειακές ροές, λογιστικές αξίες ή έσοδα. Επιπλέον, θα πρέπει να σημειωθεί ότι μπορεί τα πολλαπλάσια να είναι εύκολα στην εφαρμογή, ωστόσο μπορούν να εφαρμοστούν σε συγκρίσιμες εισηγμένες εταιρείες. Από την άλλη πλευρά, ο επενδυτής θα πρέπει να μπορεί να αναλάβει τον κίνδυνο να υποτιμήσει την ανάπτυξη των εταιρειών ή να υπερεκτιμήσει τη μη ανάπτυξη τους. Λόγω αυτού, μια αγοραία αξία μπορεί να προσδιοριστεί από την ακόλουθη εξίσωση:

$$\text{Αγοραία αξία (MV)} = \text{τιμή μετοχών} * \text{αριθμός μετοχών}$$

Σε μια αποτελεσματική αγορά, η τιμή των μετοχών αντανακλά τα πιθανά κέρδη και τα μερίσματα, τους κινδύνους της επιχείρησης, τους άυλους παράγοντες και ούτω καθεξής. Για να βρεθεί η εταιρική αξία, πρέπει στην εξίσωση να προστεθούν τα χρέη και να αφαιρεθεί η διαθέσιμη αξία. Η συμπερίληψη των καθαρών χρεών είναι σημαντική λόγω της δυνατότητας επιμέτρησης της αξίας εταιρειών με διαφορετικό επίπεδο υποχρεώσεων.

$$\text{Αξία επιχείρησης (EV)} = \text{Αγοραία αξία} + \text{Χρέη} - \text{Διαθέσιμη αξία}$$

Οι πιο ευρέως γνωστοί δείκτες για τη μέθοδο των πολλαπλάσιων που χρησιμοποιούνται και αναγνωρίζονται είναι:

1. P/E Ratio (αναλογία τιμής-κέρδους)

Αυτό το πολλαπλάσιο είναι το πιο χρησιμοποιούμενο κυρίως από τις τράπεζες επενδύσεων για την ανάλυση της απόδοσης της μετοχής. Με τη χρήση αυτού του δείκτη, μια εξαγοράζουσα εταιρεία κάνει μια προσφορά που είναι πολλαπλάσιο των κερδών της εταιρείας-στόχου. Η εξέταση του P/E για όλες τις μετοχές του ίδιου βιομηχανικού ομίλου θα δώσει στην εξαγοράζουσα εταιρεία καλή καθοδήγηση για το ποιο θα πρέπει να είναι το πολλαπλάσιο P/E του στόχου.

2. P/B (λόγος τιμής-λογιστικής αξίας)

Ο λόγος τιμής προς λογιστική αξία (P/B Ratio) μετρά την κεφαλαιοποίηση μιας εταιρείας σε σχέση με τη λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων της. Χρησιμοποιείται ευρέως μεταξύ του πλήθους επενδύσεων αξίας. Ο λόγος P/B μπορεί να χρησιμοποιηθεί για τον εντοπισμό υποτιμημένων μετοχών στην αγορά. Δεδομένου ότι η λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων είναι ένα μέτρο μόχλευσης (μετά το χρέος), η αξία της καθαρής θέσης χρησιμοποιείται ως σημείο σύγκρισης, αντί για την αξία της επιχείρησης, για να αποφευχθεί μια αναντιστοιχία στους παρόχους κεφαλαίων που αντιπροσωπεύονται.

Ως επί το πλείστον, οποιαδήποτε οικονομικά υγιής εταιρεία θα πρέπει να αναμένει ότι η αγοραία αξία της θα είναι μεγαλύτερη από τη λογιστική της αξία, καθώς οι μετοχές αποτιμώνται στην ανοιχτή αγορά με βάση τη μελλοντική αναμενόμενη ανάπτυξη της εταιρείας. Εάν η αγοραία αποτίμηση μιας εταιρείας είναι μικρότερη από τη λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων της, αυτό σημαίνει ότι η αγορά δεν πιστεύει ότι η εταιρεία αξίζει την αξία που έχει στα λογιστικά της βιβλία. Ωστόσο, στην πραγματικότητα, πολύ σπάνια η λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων μιας εταιρείας είναι χαμηλότερη από την αγοραία αξία των ιδίων κεφαλαίων της (Pratt & Grabowski, 2014).

3. P/Sales (αναλογία τιμής-πωλήσεων)

Ο λόγος P/S μπορεί να θεωρηθεί ως το πόσα είναι έτοιμοι να πληρώσουν οι επενδυτές για κάθε χρηματική μονάδα των πωλήσεων μιας εταιρείας. Είναι ένα από τα πολλά κριτήρια που χρησιμοποιούν οι επενδυτές για να αξιολογήσουν τις μετοχές και να

καθορίσουν εάν μια συγκεκριμένη εταιρεία είναι φθηνή ή υπερτιμημένη. Ο κανονικός ή μέσος λόγος P/S ποικίλλει ανάλογα με τον κλάδο. Σε σχέση με την τιμή της μετοχής της, όσο χαμηλότερη είναι η αναλογία P/S, τόσο υψηλότερες είναι οι πωλήσεις της.

Η επιλογή των πολλαπλασίων θα πρέπει να γίνει προσεκτικά πριν από την εκτέλεση της αποτίμησης. Κατά την εκτέλεση μιας σχετικής αποτίμησης, είναι προτιμότερο να χρησιμοποιούνται πολλαπλάσια που βασίζονται σε διαφορετικά θεμελιώδη στοιχεία. Σε αυτήν την περίπτωση, τα πολλαπλάσια βασίζονται στα κέρδη, τη λογιστική αξία και τις πωλήσεις. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι η αποτίμηση πρέπει να πραγματοποιείται όσο το δυνατόν ακριβέστερα. Τα τρία πιο ευρέως χρησιμοποιούμενα πολλαπλάσια μετοχών όπως είδαμε παραπάνω είναι οι αναλογίες τιμής-κέρδους, αναλογίες τιμής προς λογιστική αξία και αναλογίες τιμής προς πωλήσεις (Damodaran, 2012). Μια αποτίμηση που βασίζεται αποκλειστικά σε πολλαπλάσια που είναι για παράδειγμα κέρδη, θα πρέπει να θεωρείται αναποτελεσματική.

Μέθοδος αποτίμησης – Προεξοφλημένες Ταμειακές Ροές

Η μέθοδος των προεξοφλημένων ταμειακών ροών προϋποθέτει ότι η τρέχουσα αξία της εταιρείας κατά την ημερομηνία αποτίμησης είναι ίση με την παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών προς τους μετόχους της εταιρείας. Λόγω του περιορισμού της περιόδου των οικονομικών προβλέψεων, η αξία της εταιρείας είναι ένα άθροισμα των παρακάτω δύο παραγόντων (Koller et al., 2005):

- της παρούσας αξίας των ταμειακών ροών (άθροισμα της παρούσας αξίας των μερισμάτων που η εταιρεία μπορεί να αντέξει οικονομικά να καταβάλει στους μετόχους και/ ή πρόσθετες εισφορές κεφαλαίου από τους μετόχους),
- και της υπολειμματικής αξία της εταιρείας, η οποία είναι η προεξοφλημένη αξία της εταιρείας που προκύπτει από τις ταμειακές ροές που δημιουργούνται από την εταιρεία μετά την περίοδο των προβλέψεων. Οι ταμειακές ροές προέρχονται από οικονομικές προβλέψεις που καταρτίζονται σύμφωνα με συγκεκριμένες παραδοχές. Ανάλογα με το αν χρησιμοποιείται ο υπολογισμός Ελεύθερων Ταμειακών Ροών προς την Επιχείρηση (FCFF) ή Ελεύθερων Ταμειακών Ροών προς τα Ίδια Κεφάλαια (FCFE) στην αποτίμηση των προεξοφλημένων ταμειακών ροών, το κόστος κεφαλαίου ή το κόστος ιδίων κεφαλαίων μιας αποτιμημένης εταιρείας χρησιμοποιείται ως προεξοφλητικό επιτόκιο.

Ένα μοντέλο προεξοφλημένων ταμειακών ροών (μοντέλο DCF) είναι ένα είδος χρηματοοικονομικού μοντέλου που χρησιμοποιεί την πρόβλεψη και την προεξόφληση ταμειακών ροών για να αξιολογήσει την παρούσα αξία μιας εταιρείας. Το μοντέλο προεξοφλημένων ταμειακών ροών είναι μοναδικό στο ότι χρησιμοποιείται εκτενώς. Οι τραπεζίτες, οι εταιρείες ιδιωτικών επενδυτικών κεφαλαίων, οι ερευνητικοί οργανισμοί μετοχικών κεφαλαίων και οι επενδυτές από την πλευρά της αγοράς χρησιμοποιούν το μοντέλο προεξοφλημένων ταμειακών ροών για να αξιολογήσουν την αξία μιας εταιρείας. Το μοντέλο προεξοφλημένων ταμειακών ροών χρησιμοποιείται συχνά στη χρηματοοικονομική έρευνα για τον υπολογισμό της εγγενούς αξίας μιας εταιρείας (αξία με βάση την ικανότητά της να δημιουργεί ταμειακές ροές) και για την σύγκριση με την αγοραία αξία της (Kaplan & Ruback, 1995).

Αντίθετα, ανάλογα με την τυχαία προσφορά και ζήτηση για μετοχές μιας εταιρείας, όπως σε μεθοδολογίες αποτίμησης που βασίζονται στην αγορά, όπως παρόμοια ανάλυση εταιρείας, το μοντέλο προεξοφλημένων ταμειακών ροών υποστηρίζει ότι η αξία μιας εταιρείας καθορίζεται από την εσωτερική της δυναμική. Αντίθετα, η αξία μιας εταιρείας καθορίζεται από την ικανότητά της να δημιουργεί ταμειακές ροές για τους ιδιοκτήτες της στο εγγύς μέλλον. Τα μοντέλα προεξοφλημένων ταμειακών ροών βασίζονται στην υπόθεση ότι η αξία μιας εταιρείας είναι η παρούσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών ταμειακών ροών (Imam et al., 2008).

Ο Damodaran (2012) υποστηρίζει ότι η αποτίμηση των προεξοφλημένων ταμειακών ροών είναι το θεμέλιο πάνω στο οποίο βασίζονται όλες οι άλλες προσεγγίσεις αποτίμησης και ότι όταν τα άλλα πράγματα είναι ίσα, τότε υψηλότερες ταμειακές ροές, υψηλότερη ανάπτυξη και χαμηλότερος κίνδυνος θα πρέπει να έχουν ως αποτέλεσμα την υψηλότερη αξία της εταιρείας (Damodaran, 2012). Οι Ceglowski & Podgorski (2012) δηλώνουν ότι η παρούσα αξία των ταμειακών ροών που μπορεί να αποκτήσει μια δεδομένη επιχείρηση λόγω επιχειρησιακών και στρατηγικών αποφάσεων είναι η πιο σημαντική αξία.

Επομένως, όσον αφορά την αποτίμηση της εταιρείας, προτιμώνται οι μέθοδοι που βασίζονται στο εισόδημα και ιδιαίτερα οι τεχνικές προεξόφλησης ταμειακών ροών (Ceglowski & Podgorski, 2012). Τα τρία βασικά μοντέλα αποτίμησης προεξοφλημένων ταμειακών ροών είναι το Free Cash Flow to Equity (FCFE), το Free Cash Flow to Firm (FCFF) και το Dividend Discount Model (DDM). Θεωρητικά, η

προσέγγιση των μοντέλων μπορεί να ποικίλλει λίγο, ακόμα κι αν βασίζεται στην προεξόφληση μελλοντικών ταμειακών ροών.

Το Free Cash Flow to Equity (FCFE) βασίζεται στην αξιολόγηση των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας, ενώ το Free Cash Flow to Firm (FCFF) αφορά την αποτίμηση ολόκληρης της εταιρείας. Συνεπώς, το FCFF περιλαμβάνει, εκτός από τα ίδια κεφάλαια, τους κατόχους ομολόγων και τους προνομιούχους μετόχους. Το μοντέλο Dividend Discount Model (DDM) είναι μια ειδική περίπτωση αποτίμησης, όπου η αξία των ιδίων κεφαλαίων είναι η παρούσα αξία των μελλοντικών μερισμάτων. Οι διαφορές μεταξύ FCFF και FCFE αφορούν κυρίως τις ταμειακές ροές που σχετίζονται με πληρωμές χρέους - τόκους, νέες εκδόσεις χρέους και αποπληρωμές κεφαλαίου (Damodaran, 2012).

Ο Fernandez (2008) υποστηρίζει ότι η καταλληλότερη μέθοδος για την αποτίμηση μιας εταιρείας είναι η προεξόφληση των αναμενόμενων μελλοντικών ταμειακών ροών. Οι Hermonza και Monina (2017) συμφωνούν με τον Fernandez (2008) και σημειώνουν ότι αυτές οι μέθοδοι παρουσιάζουν πολλά πλεονεκτήματα. Οι μέθοδοι αυτές θεωρούνται δυναμικές επειδή η αξία της εταιρείας εξαρτάται από την ικανότητά της να δημιουργεί κεφάλαια στο μέλλον και δεν περιορίζεται στην εκτέλεση μιας στατικής ανάλυσης λαμβάνοντας υπόψη μόνο τις ιστορικές πληροφορίες του οργανισμού. Αυτές οι μέθοδοι δεν βασίζονται σε υποκειμενικές αντιλήψεις των ιδιοκτητών τους ή των πιθανών αγοραστών της αγοράς.

Ο Penman (2006) έχει ασκήσει κριτική στα μοντέλα προεξοφλημένων ταμειακών ροών, και συγκεκριμένα στο άρθρο του αναφέρεται σε ένα πλασματικό παράδειγμα για να αποδείξει ότι τα μοντέλα δεν λειτουργούν πάντα λαμβάνοντας υπόψη την αποτίμηση. Ειδικότερα, ο συγγραφέας εξέτασε μια εταιρεία που είχε αρνητικές ταμειακές ροές για μια περίοδο τεσσάρων ετών και κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η εφαρμογή ενός ρυθμού ανάπτυξης στις αρνητικές ταμειακές ροές οδηγεί σε αποτυχία του μοντέλου, γι' αυτό πιστεύει ότι η ελεύθερη ταμειακή ροή είναι ένας αναξιόπιστος δείκτης αξίας.

Οι Mielcarz & Mlinaric (2014) υποστηρίζουν ότι σύμφωνα με τις οικονομικές αναλύσεις και τη διάδοση συγκεκριμένων τεχνικών, μπορούν να εντοπιστούν τρεις τεχνικές στη βιβλιογραφία ως οι πιο βασικές, όπου μία από αυτές είναι η ελεύθερη ταμειακή ροή για την επιχείρηση. Όπως ήδη αναφέρθηκε, οι ελεύθερες ταμειακές ροές

προς την επιχείρηση έχουν να κάνουν με την αποτίμηση ολόκληρης της εταιρείας. Ως εκ τούτου, οι ελεύθερες ταμειακές ροές προς την επιχείρηση (FCFF) περιλαμβάνουν εκτός από τα ίδια κεφάλαια, τους κατόχους ομολόγων και τους προνομιούχους μετόχους (Damodaran, 2012). Επίσης, οι FCFF επιτρέπουν την πραγματοποίηση της ανάλυσης από την άποψη όλων των μερών που χρηματοδοτούν.

Ο Damodaran (2012) σημειώνει ότι ένα υψηλό FCFF υποδηλώνει ότι η εταιρεία έχει κρατήσει χρήματα για τις λειτουργίες της, γεγονός που με τη σειρά του υποδηλώνει καλή οικονομική υγεία για την εταιρεία. Σύμφωνα με τον Damodaran (2012), η δυνατότητα εφαρμογής των μοντέλων προεξοφλημένων ταμειακών ροών, όπου περιλαμβάνεται η προσέγγιση FCFF, εξαρτάται από τις απαιτήσεις πληροφόρησης των αναμενόμενων μελλοντικών ταμειακών ροών και των προεξοφλητικών επιτοκίων. Αυτή η προσέγγιση είναι πιο εύκολη στη χρήση για επιχειρήσεις με θετικές ταμειακές ροές και με κάποιο βαθμό αξιοπιστίας στην εκτίμηση των μελλοντικών ταμειακών ροών.

Απαιτεί επίσης ένα επιτόκιο κινδύνου το οποίο θα μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως προεξοφλητικό επιτόκιο για την εταιρεία. Εάν αυτές οι απαιτήσεις πληροφόρησης δεν πληρούνται, τότε οι δυσκολίες για την πραγματοποίηση αντικειμενικής αποτίμησης αυξάνονται. Το μεγαλύτερο πρόβλημα παρουσιάζεται κατά την αξιολόγηση μη εισηγμένων ιδιωτικών εταιρειών, καθώς οι τίτλοι τους δεν διαπραγματεύονται δημόσια και δεν μπορούν να μετρηθούν ως προς τον κίνδυνο, και συνεπώς επηρεάζουν τη δυνατότητα απόκτησης δίκαιου προεξοφλητικού επιτοκίου. Αντίθετα, αυτή η προσέγγιση εφαρμόζεται καλύτερα κατά την αξιολόγηση μεγάλων, εισηγμένων εταιρειών όπου υπάρχει μεγάλος όγκος πληροφοριών.

Η έννοια της μεθόδου των προεξοφλημένων ταμειακών ροών είναι η εκτίμηση των μελλοντικών ταμειακών ροών και στη συνέχεια η προεξόφλησή τους στην παρούσα αξία με το προεξοφλητικό επιτόκιο, το οποίο εΐθισται να είναι το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης (WACC). Το πιο κοινό μοντέλο ταμειακών ροών είναι το μοντέλο ελεύθερων ταμειακών ροών (FCF). Οι ελεύθερες ταμειακές ροές είναι τα χρηματικά διαθέσιμα που είναι προς διανομή στους επενδυτές μετά από όλες τις προγραμματισμένες επενδύσεις κεφαλαίου και τους φόρους. Προτείνεται ότι οι μελλοντικές ταμειακές ροές θα πρέπει να εκτιμώνται με την κατασκευή ενός χρηματοοικονομικού μοντέλου της εταιρείας που αποτελείται από ένα πλήρες σύνολο

οικονομικών καταστάσεων, όπως είναι οι καταστάσεις αποτελεσμάτων, οι ισολογισμοί και οι καταστάσεις ταμειακών ροών για να διασφαλιστεί ότι οι υποθέσεις σχετικά με τα επιμέρους κονδύλια και οι προβλέψεις είναι συνεπείς μεταξύ τους (Ross et al., 2008).

Μέθοδος αποτίμησης – Οικονομική Προστιθέμενη Αξία

Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) είναι μια μέθοδος χρηματοοικονομικής απόδοσης για τον υπολογισμό του πραγματικού οικονομικού κέρδους μιας εταιρείας. Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία είναι μια προηγμένη μέθοδος αξιολόγησης που μετρά την απόδοση και την κερδοφορία της επιχείρησης, λαμβάνοντας υπόψη το κόστος κεφαλαίου που χρησιμοποιεί η επιχείρηση. Αυτή η μέθοδος, που δημιουργήθηκε από την Stern Stewart & Co. χρησιμοποιείται σήμερα από ολόένα και περισσότερες εταιρείες ως πλαίσιο για την οικονομική τους διαχείριση και το σύστημα κινήτρων για τους διευθυντές και τους εργαζόμενους.

Η οικονομική προστιθέμενη αξία μπορεί να υπολογιστεί ως το καθαρό λειτουργικό κέρδος μετά από φόρους μείον τη χρέωση του κόστους ευκαιρίας του επενδυμένου κεφαλαίου. Λαμβάνοντας υπόψη όλα τα κόστη, συμπεριλαμβανομένου του κόστους των ιδίων κεφαλαίων, η οικονομική προστιθέμενη αξία δείχνει το οικονομικό ποσό του πλούτου που έχει δημιουργήσει ή χρησιμοποιήσει μια επιχείρηση σε μια περίοδο αναφοράς. Με άλλα λόγια, η οικονομική προστιθέμενη αξία είναι κέρδος με τον τρόπο που το ορίζουν οι μέτοχοι. Εάν οι μέτοχοι αναμένουν, για παράδειγμα, απόδοση 10% της επένδυσής τους, κερδίζουν χρήματα μόνο στο βαθμό που το μερίδιό τους στο καθαρό λειτουργικό κέρδος μετά από φόρους υπερβαίνει το 10% του ίδιου κεφαλαίου.

Η οικονομική προστιθέμενη αξία μπορεί να μετρηθεί μόνο για ένα συγκεκριμένο χρονικό πλαίσιο και δεν μπορεί να καθορίσει τη μελλοντική απόδοση μιας συγκεκριμένης εταιρείας. Επιπλέον, εάν μια επιχείρηση βρίσκεται εν μέσω μιας αναδιοργάνωσης ή σκέφτεται να κάνει μεγάλες επενδύσεις κεφαλαίου, είναι επίσης δύσκολο να λάβει αυτό το μέτρο. Η οικονομική προστιθέμενη αξία είναι κοινή μεταξύ των επιχειρηματιών που πρέπει να δουν πώς αποδίδει η επιχείρησή τους με το επενδυμένο κεφάλαιο και να ανακαλύψουν ορισμένα σχετικά γεγονότα. Αυτό το μέτρο:

- χρησιμεύει ως μία από τις μεθόδους λήψης οικονομικών δεδομένων που στοχεύουν στην αξιολόγηση της επιχείρησης

- δείχνει πώς γίνεται η διαχείριση των κεφαλαίων
- βοηθά στην αποκάλυψη της διαθεσιμότητας κεφαλαίου κίνησης μετά την ανάκτηση του πραγματικού κόστους ευκαιρίας
- χρησιμοποιείται από τη διοίκηση για να γνωρίζει την κατάσταση της εταιρείας και να ελέγξει εάν η επιχείρησή της λειτουργεί με επιτυχία
- υποδεικνύει μια σύνδεση μεταξύ της χρήσης κεφαλαίου και του λειτουργικού περιθωρίου
- βοηθά την επιχείρηση να δει τις ευκαιρίες που έχει και να κάνει βελτιώσεις για να τις πετύχει

Η οικονομική προστιθέμενη αξία χρησιμοποιείται ευρέως από τις επιχειρήσεις ως εργαλείο αξιολόγησης. Ωστόσο, οι αναλυτές θα πρέπει να γνωρίζουν και ορισμένα μειονεκτήματα που εμφανίζει η συγκεκριμένη μέθοδος και τα οποία είναι τα ακόλουθα:

- δεν μπορεί να βοηθήσει την επιχείρηση να προσδιορίσει τον βαθμό στον οποίο οι κάτοχοι κεφαλαίου χρησιμοποιούν αποτελεσματικά τα παρακρατηθέντα κέρδη μέσω της διαχείρισης έργου
- δεν λαμβάνει υπόψη το μέγεθος της επιχείρησης
- μπορεί να τονίσει υπερβολικά την ανάγκη για τις επιχειρήσεις να παράγουν άμεσα αποτελέσματα
- δεν μπορεί να υπολογίσει την απόδοση των εξόδων.

Μέθοδος αποτίμησης – Options

Ο όρος επιλογές/options χρησιμοποιήθηκε για πρώτη φορά από τον Myers (1984) στο πλαίσιο του στρατηγικού εταιρικού σχεδιασμού. Πιο πρόσφατα, αυτή η έννοια διευρύνθηκε για να συλλάβει διάφορους τύπους λήψης αποφάσεων υπό αβεβαιότητα. Η βασική ιδέα αυτής της έννοιας είναι ότι όπου υπάρχει μια επιλογή/option, υπάρχει μια πιθανότητα να επωφεληθεί ένας επενδυτής από την ανοδική πορεία, αποφεύγοντας ταυτόχρονα τον κίνδυνο για πτώση της τιμής της μετοχής. Σε αντίθεση με τις παραδοσιακές χρηματοοικονομικές επιλογές, οι πραγματικές επιλογές αναφέρονται βασικά στις επιλογές/options εκείνες των οποίων τα υποκείμενα περιουσιακά στοιχεία είναι πραγματικά περιουσιακά στοιχεία.

Ειδικά στην περίπτωση της ακίνητης περιουσίας, μια τυπική εφαρμογή της θεωρίας των πραγματικών δικαιωμάτων είναι η επιλογή ανάπτυξης γης, η οποία μπορεί να θεωρηθεί ως δικαίωμα αγοράς. Ακολουθώντας τον ορισμό των Geltner et al. (2007), η επιλογή ανάπτυξης γης μπορεί να δώσει στον ιδιοκτήτη γης το δικαίωμα χωρίς υποχρέωση να αναπτύξει (ή να ανακατασκευάσει) το ακίνητο με την πληρωμή του κόστους κατασκευής. Όπως έχουν δείξει πολλές μελέτες (Dixit & Pindyck, 1994, Amram & Kulatilaka, 1999), πολλοί τύποι αποφάσεων θα μπορούσαν να ληφθούν χρησιμοποιώντας τη θεωρία πραγματικών επιλογών. Τα κύρια παραδείγματα πραγματικών επιλογών είναι τα εξής:

➤ **Επιλογές/options αναμονής**

Όταν οποιοσδήποτε βασικός παράγοντας στην επιχείρηση είναι αβέβαιος (όπως είναι για παράδειγμα το ενοίκιο το οποίο μπορεί να αυξάνεται ή να μειώνεται στην περίπτωση της ακίνητης περιουσίας), τότε οι επενδυτές ενδέχεται να είναι σε θέση να αποκτήσουν υψηλότερες αποδόσεις περιμένοντας για μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο, σε σύγκριση με το εάν ενεργούσαν άμεσα.

➤ **Επιλογές/options ανάπτυξης**

Όταν το έργο χωρίζεται σταδιακά σε περισσότερα από δύο στάδια, η αρχική επένδυση παρέχει στην επιχείρηση επιλογές ανάπτυξης που πρέπει να αποκτήσει η δεύτερη ή η μεταγενέστερη επένδυση, δεδομένου ότι η πρώτη επένδυση αποδεικνύεται επιτυχημένη. Με άλλα λόγια, λαμβάνοντας υπόψη την αξία των επιλογών ανάπτυξης, η επιχείρηση μπορεί να είναι σε θέση να προχωρήσει με το πρώτο έργο, ακόμη και αν το ίδιο το έργο αναμένεται να έχει αρνητική απόδοση.

➤ **Επιλογές/options ευελιξίας**

Αυτή η επιλογή αναφέρεται στην ευελιξία που είναι ενσωματωμένη στον αρχικό σχεδιασμό του έργου. Με την ενσωμάτωση της ευελιξίας για την αντίδραση στην αβεβαιότητα στο μέλλον, το έργο μπορεί να έχει μεγαλύτερη αξία από την αξία που βασίζεται στην παραδοσιακή ανάλυση των προεξοφλημένων ταμειακών ροών. Στην περίπτωση της ακίνητης περιουσίας, αυτό που ονομάζεται μετατροπή είναι ένα παράδειγμα αλλαγής επιλογών.

➤ **Επιλογές/options εξόδου**

Ακόμη και όταν υπάρχει συγκεκριμένος κίνδυνος για τη συνέχιση του έργου στο μέλλον, θα μπορούσε να είναι δυνατή η έναρξη του έργου, λαμβάνοντας υπόψη την αξία της επιλογής εξόδου από το έργο όταν ο κίνδυνος γίνει αντιληπτός.

➤ **Επιλογές/options μάθησης**

Όταν το έργο μπορεί να αναπτυχθεί με σταδιακό τρόπο, η επιχείρηση μπορεί να δοκιμάσει την καταλληλότητα των έργων αναπτύσσοντας την αρχική φάση με χαμηλό κόστος. Στη συνέχεια, με βάση το αποτέλεσμα, η επιχείρηση μπορεί να τροποποιήσει ή να εγκαταλείψει την επόμενη φάση ανάπτυξης προκειμένου να μεγιστοποιήσει τη συνολική αξία του έργου.

Τα συμβόλαια προαίρεσης είναι ευκαιρίες, όχι υποχρεώσεις, για την αγορά μετοχών της υποκείμενης μετοχής και οι μέθοδοι αποτίμησης εξαρτώνται από διάφορους παράγοντες. Ο πρώτος παράγοντας στην αποτίμηση των δικαιωμάτων προαίρεσης είναι η κίνηση της τιμής της υποκείμενης μετοχής. Ακολουθεί η τιμή εξάσκησης την στιγμή της λήξης. Κάθε συμβόλαιο δικαιώματος προαίρεσης έχει ημερομηνία λήξης και όσο πιο κοντά στη λήξη τόσο χαμηλότερη είναι η τιμή εξάσκησης.

Οι τελικοί παράγοντες στις μεθόδους αποτίμησης δικαιωμάτων προαίρεσης είναι η αστάθεια και τα μερίσματα της υποκείμενης μετοχής και το αφορολόγητο επιτόκιο που θα μπορούσε να κερδίσει ένας επενδυτής με ασφαλέστερες επενδύσεις. Όταν εφαρμόζεται η μέθοδος της εκτίμησης της αξίας δικαιωμάτων προαίρεσης για την αγορά ενός συμβολαίου δικαιωμάτων προαίρεσης, θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη οι προσωπικές και μεμονωμένες επιχειρηματικές επενδυτικές προτιμήσεις, όπως η αποστροφή κινδύνου, το απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης και άλλοι μικροοικονομικοί παράγοντες. Η μέθοδος αποτίμησης των δικαιωμάτων προαίρεσης καθορίζει εάν ο κίνδυνος είναι υποφερτός και το δυνητικό ποσοστό απόδοσης συμβάλλει στη βελτίωση των παραγόντων κινδύνου.

Κόστος χρηματοδότησης

Οι εταιρείες μπορούν να λαμβάνουν χρήματα από δύο διαφορετικές πηγές χρηματοδότησης τους δανειστές ή τους επενδυτές. Αυτές οι δύο πηγές παρέχουν στην εταιρεία χρήματα, ελπίζοντας να λάβουν θετική απόδοση για την επένδυσή τους. Υπάρχουν δύο κόστη για την εταιρεία. Ένα κόστος προκύπτει όταν οι δανειστές θέλουν

να πληρωθούν για τον κίνδυνο δανεισμού χρημάτων στην εταιρεία. Επίσης, οι επενδυτές που αγοράζουν μετοχές σε μια εταιρεία θα αναμένουν απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου τους, που αντιστοιχεί στον κίνδυνο που σχετίζεται με την επένδυση στην εταιρεία (Damodaran, 2012).

Μια κοινή θεωρία κατά τη συζήτηση του κόστους χρηματοδότησης, είναι η θεωρία του της ιεράρχησης κεφαλαίων (pecking order) η οποία αναπτύχθηκε από τους Myers et al. (1984). Οι συγγραφείς υποστηρίζουν ότι, λόγω των ασύμμετρων πληροφοριών, οι επιχειρήσεις υιοθετούν μια ιεραρχική σειρά προτιμήσεων χρηματοδότησης, έτσι ώστε η εσωτερική χρηματοδότηση να προτιμάται από την εξωτερική χρηματοδότηση. Εάν απαιτείται εξωτερική χρηματοδότηση για μια εταιρεία, τότε τα χρέη είναι η πρώτη πηγή που αναζητείται για χρηματοδότηση. Τα ίδια κεφάλαια εκδίδονται ως έσχατη λύση. Σύμφωνα με αυτή τη θεωρία, μια εταιρεία θα καλύπτει πάντα τις ανάγκες εξωτερικής χρηματοδότησης της με χρέος, εφόσον το επιτρέπει η ικανότητα χρέους της.

Κόστος ιδίων κεφαλαίων

Το μοντέλο αποτίμησης κεφαλαιακών περιουσιακών στοιχείων (CAPM) έχει χρησιμεύσει ως βάση για τη σύγκριση απόδοσης και κινδύνου από τη δεκαετία του 1970. Το μοντέλο βασίζεται στην ιδέα του συστηματικού κινδύνου, συχνά αναφέρεται ως μηδιαφοροποιήσιμος κίνδυνος και στο ότι οι επενδυτές πρέπει να αποζημιωθούν γι' αυτό, με τη μορφή ενός ασφάλιστρου για τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν. Ένα ασφάλιστρο κινδύνου είναι μια απόδοση μεγαλύτερη από το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο. Είναι λογικό οι επενδυτές να θέλουν υψηλότερο ασφάλιστρο κινδύνου όταν αναλαμβάνουν πιο επικίνδυνες επενδύσεις.

Αν και το μοντέλο έχει υποστεί κάποια κριτική, το CAPM εξακολουθεί να είναι ένα από τα πιο χρησιμοποιούμενα μοντέλα για τον υπολογισμό του κόστους των ιδίων κεφαλαίων. Χρησιμοποιείται κυρίως για εφαρμογές σε μεγαλύτερες εταιρείες, αλλά και για μικρότερες. Χρησιμοποιείται επίσης σε εταιρείες που βρίσκονται στη φάση επέκτασης και σε πιο ώριμο στάδιο (Grabowski & Pratt, 2014). Η προσέγγιση CAPM είναι χρήσιμη για την εκτίμηση του κόστους ιδίων κεφαλαίων, αλλά ορισμένοι επιστήμονες υποστηρίζουν ότι αρχικά αναπτύχθηκε μόνο για τα ρευστά περιουσιακά στοιχεία.

Κόστος χρέους

Το δεύτερο κόστος χρηματοδότησης που πρέπει να εξετάσει η εταιρεία είναι το κόστος του χρέους και είναι η απόδοση που παρέχει μια εταιρεία στους οφειλέτες και τους πιστωτές της (Damodaran, 2012). Το κόστος του χρέους θα μπορούσε να θεωρηθεί ως το τρέχον κόστος δανεισμού κεφαλαίων, το οποίο στην πράξη είναι το μέσο επιτόκιο που πρέπει να πληρώσει η επιχείρηση στους δανειστές της. Οι Miller & Modigliani (1963) σημαίνουν ότι η αξία μιας εταιρείας αυξάνεται με τον δανεισμό. Αυτό οφείλεται στο κόστος του χρέους και στο γεγονός ότι το επιτόκιο είναι εκπεστέο. Ως αποτέλεσμα, υψηλότερο χρέος μπορεί να οδηγήσει σε μεγαλύτερο φορολογικό χρέος, το οποίο αυξάνει την αξία της εταιρείας.

Σύμφωνα με την οικονομική θεωρία και τη θεωρία της αγοράς υποστηρίζεται ότι η απόδοση που ζητείται από τους δανειστές θα αυξηθεί με την αναλογία χρέους προς τα ίδια κεφάλαια της δανειολήπτριας εταιρείας. Οι Miller & Modigliani (1963) αναφέρουν ότι παρόλο που υπάρχει φορολογικό πλεονέκτημα για τη χρηματοδότηση χρέους, δεν σημαίνει απαραίτητα ότι οι εταιρείες θα πρέπει πάντα να επιδιώκουν να χρησιμοποιούν το μέγιστο δυνατό ποσό χρέους στην κεφαλαιακή τους διάρθρωση. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι άλλες μορφές χρηματοδότησης, ιδίως τα αδιανέμητα κέρδη, μπορεί σε ορισμένες περιπτώσεις να είναι φθηνότερες. Σύμφωνα με τον Damodaran (2012), το κόστος του χρέους επηρεάζεται από τρεις παράγοντες:

➤ **Φορολογικά οφέλη που σχετίζονται με το χρέος**

Οι τόκοι εκπίπτουν του φόρου. Συνεπώς, το κόστος μετά τη φορολογία εξαρτάται από τον φορολογικό συντελεστή. Τα έξοδα τόκων θα μειωθούν καθώς αυξάνεται ο φορολογικός συντελεστής (Damodaran, 2012).

➤ **Το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο**

Καθώς αυξάνεται το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο, θα αυξάνεται και το κόστος του χρέους για τις εταιρείες.

➤ **Τον κίνδυνο αθέτησης των υποχρεώσεων**

Καθώς αυξάνεται ο κίνδυνος μη αποπληρωμής του δανείου, θα αυξηθεί και το κόστος δανεισμού χρημάτων.

Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου

Οι Rao & Stevens (2007) υποστηρίζουν ότι το κόστος κεφαλαίου είναι ίσως η πιο θεμελιώδης και ευρέως χρησιμοποιούμενη έννοια στη χρηματοοικονομική οικονομία. Οι Pratt & Grabowski (2014) σημειώνουν ότι το κόστος κεφαλαίου αντιπροσωπεύει τις προσδοκίες του επενδυτή. Οι συγγραφείς συνεχίζουν λέγοντας ότι το κόστος κεφαλαίου βασίζεται στην αγορά, καθώς αντιπροσωπεύει το αναμενόμενο ποσοστό απόδοσης που απαιτεί η αγορά. Το πραγματικό κόστος κεφαλαίου για μια συγκεκριμένη επιχείρηση εξαρτάται από το ποσό και από το κόστος χρηματοδότησης που προέρχεται από τις δύο πηγές χρηματοδότησης, δηλαδή τους δανειστές και τους επενδυτές.

Αυτό φαίνεται καλύτερα με την περιγραφή του σταθμισμένου μέσου κόστους κεφαλαίου (WACC). Το σταθμισμένο μέσο κόστος κεφαλαίου έχει ουσιαστικό ρόλο σε κάθε διαδικασία αποτίμησης των προεξοφλημένων ταμειακών ροών. Εφόσον χρησιμοποιείται ως προεξοφλητικό επιτόκιο, το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου είναι πολύ σημαντικό για τις προβλεπόμενες μελλοντικές ταμειακές ροές. Το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου αντικατοπτρίζει το κόστος των ιδίων κεφαλαίων και του δανεισμένου κεφαλαίου (Cegłowski & Podgórski, 2012). Το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου μιας εταιρείας εξαρτάται από διάφορους παράγοντες. Για παράδειγμα, ο κλάδος στον οποίο δραστηριοποιείται η εταιρεία και η σταθερότητα των ταμειακών ροών της επηρεάζουν το κόστος του κεφαλαίου.

Οι εταιρείες που χαρακτηρίζονται από σταθερές ταμειακές ροές σε ώριμους κλάδους, με χαμηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, θα έχουν συνήθως χαμηλό κόστος κεφαλαίου. Σύμφωνα με τους Modigliani & Miller (1958), κανένας συνδυασμός ιδίων και δανειακών κεφαλαίων δεν είναι καλύτερος από έναν άλλον. Η θεωρία τους προτείνει ότι δεν έχει σημασία αν μια συγκεκριμένη εταιρεία χρηματοδοτείται μόνο από ίδια κεφάλαια ή αν το κεφάλαιο αποτελείται από ένα μείγμα διαφορετικών δανείων και ιδίων κεφαλαίων. Η αξία της εταιρείας θα εξακολουθεί να είναι τόσο μεγάλη.

Αυτό έρχεται σε αντίθεση με αυτό που πίστευαν προηγουμένως οι οικονομολόγοι. Σύμφωνα με τη θεωρία τους, το άτομο που θέλει να επενδύσει σε μια εταιρεία δεν χρειάζεται να εξετάσει εάν η εταιρεία χρηματοδοτείται με ίδια κεφάλαια ή με εξωτερικά κεφάλαια, δηλαδή με χρέος. Το σταθμισμένο μέσο κόστος κεφαλαίου (WACC) που χρησιμοποιείται ως προεξοφλητικό επιτόκιο υπολογίζεται από το κόστος του κεφαλαίου, τα οποία σταθμίζονται με την αναλογία ιδίων κεφαλαίων και χρέους που

έχει η εταιρεία. Λαμβάνονται επίσης υπόψη τα φορολογικά οφέλη της οφειλής. Ο τύπος για το WACC είναι ο ακόλουθος:

$$WACC = (E/V) \times R_E + (D/V) \times R_D \times (1 - TC)$$

Όπου E = Ίδια Κεφάλαια, D = Χρέος, $V = D + E$, R_E = Κόστος ιδίων κεφαλαίων, R_D = Κόστος χρέους, TC = Συντελεστής εταιρικού φόρου

Καθώς δεν υπάρχει τρόπος να εκτιμηθεί άμεσα το κόστος ιδίων κεφαλαίων που έχει μια εταιρεία, οι Ross et al. (2008) δίνουν δύο διαφορετικές προσεγγίσεις για τον προσδιορισμό του. Η πρώτη είναι η προσέγγιση αύξησης μερίσματος που υπολογίζει το ποσοστό από την αξία της μετοχής της εταιρείας, το μέρισμα ανά περίοδο και το ρυθμό αύξησης του μερίσματος:

$$R_E = D_1 / P_0 + g$$

Όπου R_E = Κόστος ιδίων κεφαλαίων, D_1 = Μέρισμα, P_0 = Τιμή ανά μετοχή, g = Ρυθμός αύξησης μερίσματος

Αυτός είναι ένας εύκολος τρόπος εκτίμησης του κόστους των ιδίων κεφαλαίων, αλλά δεν μπορεί να εφαρμοστεί σε εταιρείες που δεν πληρώνουν μερίσματα. Επίσης, ο ρυθμός αύξησης του μερίσματος είναι πολλές φορές δύσκολο να εκτιμηθεί και δεν είναι όλες οι αποτιμημένες εταιρείες εισηγμένες, επομένως η πραγματική αξία της μετοχής είναι άγνωστη. Η προσέγγιση της γραμμής αξιογράφων βασίζεται στη σύγχρονη θεωρία χαρτοφυλακίου. Η προσέγγιση αυτή, χρησιμοποιεί το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο, το ασφάλιστρο κινδύνου αγοράς και τον συντελεστή βήτα για την εκτίμηση του κόστους των ιδίων κεφαλαίων:

$$R_E = R_f + \beta_E \times (R_M - R_f)$$

Όπου R_E = Κόστος ιδίων κεφαλαίων, R_f = Επιτόκιο χωρίς κίνδυνο, β_E = Εκτιμώμενο beta, $(R_M - R_f)$ = Ασφάλιστρο κινδύνου αγοράς

Τα μειονεκτήματα της προσέγγισης είναι ότι απαιτεί δύο πράγματα να είναι γνωστά, το ασφάλιστρο κινδύνου αγοράς και το beta για να εκτιμηθεί το τελικό κόστος των ιδίων κεφαλαίων. Εάν οι εκτιμήσεις δεν είναι σωστές τότε το αποτέλεσμα θα είναι επίσης ανακριβές. Και τα δύο μοντέλα βασίζονται επίσης στο παρελθόν, το οποίο δεν είναι απαραίτητα καλός οδηγός για το μέλλον. Το κόστος του χρέους για το μέσο σταθμικό

κόστος κεφαλαίου μπορεί να εκτιμηθεί από πληροφορίες στην οικονομική κατάσταση ή από την προσέγγιση της γραμμής αξιογράφων.

Ρυθμός ανάπτυξης

Ο Steiger (2008) υποστηρίζει ότι μικρές αλλαγές στις υποκείμενες παραδοχές της αποτίμησης θα οδηγήσουν σε μεγάλες διαφορές στην αξία της εταιρείας. Επομένως, είναι πολύ σημαντικό να γνωρίζουμε ποιες παραδοχές χρησιμοποιούνται και πώς επηρεάζουν την αποτίμηση του αποτελέσματος. Στο μοντέλο των ελεύθερων ταμειακών ροών προς την επιχείρηση, ο ρυθμός ανάπτυξης που χρησιμοποιείται παίζει σημαντικό ρόλο, καθώς ο ρυθμός ανάπτυξης μπορεί να έχει δραματικό αντίκτυπο στην τελική αξία και επομένως στην αξία της εταιρείας. Ο επενδυτής του σήμερα δεν κερδίζει από τη χθεσινή ανάπτυξη.

Οι αποτιμήσεις Warren Buffett μπορούν να γίνουν τόσο με τη χρήση ενός μόνο ρυθμού ανάπτυξης, όσο και με πολλαπλούς ρυθμούς ανάπτυξης. Εξαρτάται από το αν η εταιρεία είναι ήδη ώριμη στην αγορά ή αν βρίσκονται ακόμα σε φάση επέκτασης. Στην αποτίμηση προεξοφλημένων ταμειακών ροών, είναι σύνηθες να χωρίζεται η ανάπτυξη σε δύο στάδια. Το ένα αντιπροσωπεύει τη φάση υψηλής ανάπτυξης, όπου μια εταιρεία που εισέρχεται σε μια νέα αγορά καταφέρνει να προσελκύσει πελάτες. Αυτό θα οδηγήσει γενικά σε σχετικά υψηλά έσοδα στα οποία η εν λόγω εταιρεία λέγεται ότι βρίσκεται σε φάση υψηλής ανάπτυξης. Κάποια στιγμή, η εταιρεία θα περάσει σε μια σταθερή φάση ανάπτυξης και αυτή η περίοδος θεωρείται ότι θα διαρκέσει όσο η εταιρεία δραστηριοποιείται στην αγορά. Σύμφωνα με την JP Morgan Chase, ο σταθερός ρυθμός ανάπτυξης θα πρέπει να είναι ίσος με την ονομαστική αύξηση του ΑΕΠ.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4-ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΝΕΟΓΑΛ

Ίδρυση της ΝΕΟΓΑΛ

Η εταιρεία ιδρύθηκε το 1964 και είχε αρχικούς μετόχους την Αγροτική Τράπεζα με ποσοστό 60% και την Ένωση των Γαλακτοκομικών Συνεταιρισμών Ν. Δράμας-Καβάλας με ποσοστό 40%. Η εταιρεία δραστηριοποιείται στην παραγωγή γαλακτοκομικών προϊόντων με σημαντική παρουσία στην τοπική αγορά και όχι μόνο, ενώ κατέχει το 4,5% περίπου του φρέσκου παστεριωμένου γάλακτος πανελλαδικά με βάση τα σημερινά δεδομένα.

Το 1965 η εταιρεία δημιούργησε στις ιδιόκτητες εγκαταστάσεις της το πρώτο και μοναδικό εργοστάσιο στην περιοχή, το οποίο είχε σαν στόχο την επεξεργασία των γαλακτοκομικών προϊόντων υψηλής ποιότητας. Το 1978 η εταιρεία εγκατέστησε μία γραμμή παραγωγής γιαουρτιού ευρωπαϊκού τύπου. Το 1986 η εταιρεία προχώρησε στον εκσυγχρονισμό της γραμμής εμφιαλώσεως με μηχανήματα νέας τεχνολογίας κατάλληλα για την συσκευασία του γάλακτος σε χάρτινες συσκευασίες, προσαρμοσμένες στις απαιτήσεις της αγοράς και τις ανάγκες των καταναλωτών.

Από το 1990 ξεκίνησε η προμήθεια και η παραχώρηση ψυκτικών θαλάμων στους παραγωγούς αναλαμβάνοντας και την συντήρηση αυτών. Δύο χρόνια αργότερα εξαγοράστηκε το ποσοστό συμμετοχής της Αγροτικής Τράπεζας από την ΕΓΣ Δράμας-Καβάλας που είναι ο μοναδικός μέτοχος από το 1997 μέχρι και σήμερα. Εκείνη την περίοδο αποφασίστηκε και το άνοιγμα του μετοχικού κεφαλαίου για τους παραγωγούς και τους εργαζόμενους (ΝΕΟΓΑΛ, 2021).

Το παραγωγικό συγκρότημα της εταιρείας βρίσκεται στα περίχωρα της Δράμας και κοντά στην εθνική οδό Δράμας – Καβάλας. Η εταιρεία δραστηριοποιείται στην παραγωγή γάλακτος, γιαουρτιού, τυριών και βουτύρου. Σημειώνεται ότι το 50% του τζίρου της επιχείρησης προέρχεται από τις πωλήσεις γάλακτος, ενώ ποσοστό περίπου 30% προέρχεται από τις πωλήσεις γιαουρτιών και το υπόλοιπο 20% αφορά πωλήσεις τυριών και βουτύρου. Η εταιρεία δραστηριοποιείται κυρίως στη βόρεια Ελλάδα και στην Αττική, και έχει ξεκινήσει τις εξαγωγές και στην Ευρώπη, ήδη από το 2019, κυρίως γιαουρτιού και κάποιων ποσοτήτων φέτας. Στις βασικότερες αγορές για την εταιρεία ανήκουν η Ιταλία, η Γαλλία και Γερμανία (ΝΕΟΓΑΛ, 2021).

Στόχος και όραμα της ΝΕΟΓΑΛ

Στόχος της εταιρείας είναι να προσφέρει εξαιρετικής ποιότητας προϊόντα ασφαλή σε ανταγωνιστικές αγορές. Ειδικότερα, η εταιρεία έχει σαν σκοπό τα ακόλουθα (ΝΕΟΓΑΛ, 2021):

α) Την εξαγορά και επεξεργασία γάλακτος αγελάδος, προβάτου, αιγός και την παραγωγή πάσης φύσεως γαλακτοκομικών προϊόντων τα οποία έχουν ως βάση το γάλα ή και τα υποπροϊόντα αυτού, καθώς και την εμπορία των ανωτέρω προϊόντων.

β) Την προμήθεια από το εξωτερικό βελτιωμένων φυλών ζώων και τη διάθεσή τους σε φυσικά ή νομικά πρόσωπα καθώς και τη δημιουργία και διατήρηση υποδειγματικών στάβλων με σκοπό την διάδοση νεότερων συστημάτων εκτροφής και εκμετάλλευσης γαλακτοπαραγωγών ζώων.

γ) Την προμήθεια από το εσωτερικό και εξωτερικό κτηνοτροφών και την επεξεργασία αυτών για την κάλυψη των αναγκών της εταιρείας, καθώς και τη διάθεση αυτών στην κατανάλωση.

δ) Την ανάπτυξη συνεργασίας με φυσικά ή νομικά πρόσωπα τα οποία ασχολούνται με επιχειρήσεις γαλακτοκομικών προϊόντων ή και άλλων συναφών εργασιών με την γαλακτοκομία ή την κτηνοτροφία για την ίδρυση τύπου εταιρειών ή κοινοπραξιών.

ε) Την παραγωγή και εμπορία παντός είδους τροφίμων και ποτών.

Δομή εταιρικής διακυβέρνησης της ΝΕΟΓΑΛ

Η διοίκηση της εταιρείας γίνεται από το Διοικητικό Συμβούλιο το οποίο απαρτίζεται από πέντε άτομα και από τη Γενική Συνέλευση των Μετόχων. Το Διοικητικό Συμβούλιο εκλέγεται κάθε τέσσερα χρόνια. Η Γενική Συνέλευση των μετόχων της εταιρείας έχει το δικαίωμα να λαμβάνει αποφάσεις για κάθε υπόθεση που αφορά την εταιρεία ενώ θα πρέπει να σημειωθεί ότι αποτελεί το ανώτατο όργανο της εταιρείας. Οι αποφάσεις της Γενικής Συνέλευσης δεσμεύουν και τους μετόχους της επιχείρησης. Πιο συγκεκριμένα η Γενική Συνέλευση είναι αρμόδια να αποφασίζει για τα ακόλουθα (ΝΕΟΓΑΛ, 2021):

- Για τροποποιήσεις που αφορούν το καταστατικό, όπως είναι για παράδειγμα οι αυξήσεις ή οι μειώσεις του μετοχικού κεφαλαίου
- Για τον διορισμό των εκκαθαριστών.
- Για την έγκριση των ετήσιων λογαριασμών, δηλαδή των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων.
- Για τη διάθεση των ετήσιων κερδών.
- Για τη διάσπαση, μετατροπή, διάλυση και συγχώνευση της εταιρείας εκτός της απορροφήσεως ανώνυμης εταιρίας την οποία ελέγχει κατά 100%.
- Για την εκλογή μελών του Διοικητικού Συμβουλίου.
- Για κάθε άλλο θέμα που προβλέπεται από το Νόμο ή από το Καταστατικό της εταιρίας.

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου μπορούν να είναι μέτοχοι ή μη της εταιρίας και να εκλέγονται από τη Γενική Συνέλευση των μετόχων της εταιρίας για τετραετή θητεία, με τη δυνατότητα αυτόματης παράτασης μέχρι την πρώτη τακτική Γενική Συνέλευση μετά τη λήξη της θητείας τους. Ωστόσο, η θητεία σε καμιά περίπτωση δεν μπορεί να ξεπεράσει την πενταετία.

Τέλος, σε ότι έχει να κάνει με τις μετοχές της εταιρείας πρέπει να διατηρούνται κατατεθειμένες όλη τη διάρκεια της θητείας των διορισμένων μελών του Διοικητικού Συμβουλίου. Τα απευθείας διοριζόμενα μέλη δεν μπορεί να είναι περισσότερα από ένα. Εκτός από τις διατάξεις του καταστατικού, και συμπληρωματικά με αυτό, τη λειτουργία της εταιρείας, διέπει ένας Εσωτερικός Κανονισμός Λειτουργίας, ο οποίος ρυθμίζει τον τρόπο οργάνωσης της εργασίας.

Πιστοποιήσεις της ΝΕΟΓΑΛ

Η ΝΕΟΓΑΛ εφαρμόζει αυστηρές προδιαγραφές καθ' όλη την παραγωγική διαδικασία δηλαδή από τον στάβλο του κτηνοτρόφου έως το ψυγείο του καταναλωτή με πιστοποιημένα συστήματα διαχείρισης ποιότητας κατά τα πρότυπα ΕΛΟΤ EN ISO 9001:2015 και ΕΛΟΤ EN ISO 22000:2018. Επίσης, διαθέτει πιστοποιημένο Σύστημα Διαχείρισης Ασφάλειας Τροφίμων σύμφωνα με το πρότυπο BRC ISSUE 8. Η εταιρία θέλοντας να ελαχιστοποιήσει την επικινδυνότητα της εργασίας και να βελτιώσει την

ασφάλεια του περιβάλλοντος εργασίας έχει μεριμνήσει ώστε να πιστοποιηθεί σύντομα με το πρότυπο OHSAS 18001, το οποίο αναφέρεται στην διαχείριση της Υγείας και της Ασφάλειας στην Εργασία. Μέσα από τα συστήματα διασφάλισης ποιότητας ISO παρέχεται στους καταναλωτές ένα απόλυτα ασφαλές, υγιές, και υψηλής ποιότητας γάλα.

Επίσης, η εταιρεία ενδιαφέρεται και για τα περιβαλλοντικά ζητήματα καθώς φροντίζει για τη διασφάλιση της προστασίας του περιβάλλοντος με την εφαρμογή ενός πιστοποιημένου συστήματος περιβαλλοντικής διαχείρισης με βάση το πρότυπο ΕΛΟΤ EN ISO 14001:2015. Συγκεκριμένα, η ΝΕΟΓΑΛ υποστηρίζει ότι οι δραστηριότητές της σε ότι έχει να κάνει με την παραγωγή και τη διάθεση των γαλακτοκομικών προϊόντων, οφείλουν να αναπτύσσονται σε αρμονία με το περιβάλλον της περιοχής, δίνοντας ιδιαίτερη βαρύτητα στην πρόληψη της ρύπανσης και στην αποφυγή των αρνητικών επιπτώσεων στο περιβάλλον. Προκειμένου η ΝΕΟΓΑΛ να μπορέσει να βελτιώσει την περιβαλλοντική της συμμόρφωση, κάνει τα ακόλουθα (ΝΕΟΓΑΛ,2021):

1. Συμμορφώνεται πλήρως με τις ισχύουσες απαιτήσεις της νομοθεσίας για την προστασία του περιβάλλοντος, καθώς και με τις σχετικές απαιτήσεις συνδέσμων ή άλλων ενδιαφερομένων μερών στα οποία είναι μέλος.
2. Η ΝΕΟΓΑΛ έχει προβεί στην εγκατάσταση, την εφαρμογή και τη λειτουργία ενός Συστήματος Περιβαλλοντικής Διαχείρισης σύμφωνα με το διεθνές πρότυπο ISO 14001. Μέσω της εφαρμογής αυτού του προτύπου η εταιρεία στοχεύει στη μείωση της κατανάλωσης νερού και κατανάλωσης ηλεκτρικής ενέργειας κατά 1% ανά τόνο νωπού γάλακτος.
3. Η ΝΕΟΓΑΛ έχει μειώσει επίσης την κατανάλωση υγραερίου σε ποσοστό ίσο με 1% ανά τόνο παραγόμενων προϊόντων.
4. Η ΝΕΟΓΑΛ έχει αυξήσει το ποσοστό συσκευασιών από χαρτί / χαρτόνι κατά 1% σε σχέση με τις συνολικά παραλαμβανόμενες ποσότητες χαρτιών / χαρτονιών. Η εταιρεία δεσμεύεται επίσης, μέσω του Διοικητικού Συμβουλίου, για την παροχή όλων των απαραίτητων μέσων και πόρων, που συμβάλουν στην πλήρη εφαρμογή της Περιβαλλοντικής Πολιτικής και την επιτυχή λειτουργία του Συστήματος Περιβαλλοντικής Διαχείρισης σύμφωνα με το διεθνές πρότυπο ISO 14001.

Ο Οργανισμός δεσμεύεται επίσης για τη συνεχή βελτίωση του Συστήματος Περιβαλλοντικής Διαχείρισης, λαμβάνοντας υπόψη και τεχνολογικές προόδους, αλλά και αναθεωρώντας τους αντικειμενικούς σκοπούς και στόχους του σε συνεργασία με όλους τους εμπλεκόμενους φορείς σε περιβαλλοντικά θέματα. Σημαντικό είναι επίσης και το γεγονός ότι η συμμετοχή του προσωπικού στις παραπάνω διαδικασίες και διεργασίες κρίνεται απαραίτητη. Για το λόγο αυτό η εταιρεία φροντίζει να διασφαλίζει, ότι όλοι οι εργαζόμενοι έχουν λάβει κατάλληλη εκπαίδευση και έχουν ευαισθητοποιηθεί σχετικά με τις υφιστάμενες ή πιθανές περιβαλλοντικές επιπτώσεις των εργασιών που εκτελούν.

Ανάλυση εξωτερικού περιβάλλοντος (PEST) της ΝΕΟΓΑΛ

Η ανάλυση PEST είναι ένα εργαλείο μέτρησης που χρησιμοποιείται για την αξιολόγηση των αγορών για ένα συγκεκριμένο προϊόν ή μια επιχείρηση σε ένα δεδομένο χρονικό πλαίσιο. Η λέξη PEST προέρχεται από τα αρχικά των παραγόντων που εξετάζονται στην συγκεκριμένη ανάλυση και είναι οι πολιτικοί, οικονομικοί, κοινωνικοί και τεχνολογικοί παράγοντες. Μόλις αναλυθούν αυτοί οι παράγοντες, οι οργανισμοί μπορούν να λάβουν καλύτερες επιχειρηματικές αποφάσεις. Η ανάλυση των τεσσάρων διαστάσεων του εξωτερικού μακρό-περιβάλλοντος της ΝΕΟΓΑΛ είναι η ακόλουθη (ΝΕΟΓΑΛ, 2021):

Πολιτικό περιβάλλον

Σε ότι έχει να κάνει με το πολιτικό περιβάλλον της επιχείρησης θα πρέπει να σημειωθεί ότι η ΝΕΟΓΑΛ ακολουθεί και εφαρμόζει όλες τις προδιαγραφές οι οποίες ορίζονται τόσο από τα ελληνικά όσο και από τα διεθνή πρότυπα για τη διασφάλιση της ποιότητας. Το στοιχείο αυτό λοιπόν μπορεί να ενταχθεί στα θετικά του πολιτικού περιβάλλοντος της εταιρείας. Από την άλλη πλευρά υπάρχουν και αρνητικοί παράγοντες οι οποίοι επηρεάζουν την εταιρεία. Ένας από αυτούς είναι οι συνεχόμενες αλλαγές που συμβαίνουν στους φορολογικούς συντελεστές εκ μέρους της εκάστοτε ελληνικής κυβέρνησης, με αποτέλεσμα να επηρεάζεται η ΝΕΟΓΑΛ κάθε φορά είτε θετικά είτε αρνητικά.

Στους αρνητικούς πολιτικούς παράγοντες εντάσσονται φυσικά και η πολιτική αστάθεια από την οποία χαρακτηρίζεται η Ελλάδα, όπου αποτελεί την χώρα

λειτουργίας για την εταιρεία, αλλά και η οικονομική κρίση και τα σοβαρά δημοσιονομικά προβλήματα που μαστίζουν την Ελλάδα. Όλα αυτά λοιπόν, συμβάλλουν στην δημιουργία ενός αρνητικού περιβάλλοντος στο οποίο η δημιουργία μακροπρόθεσμων στόχων για την εταιρεία, είναι δύσκολο να εφαρμοστεί και να τηρηθεί.

Οικονομικό περιβάλλον

Ένας οικονομικός παράγοντας που επιδρά αρνητικά στην εταιρεία είναι ο πληθωρισμός. Ειδικότερα, αυτό σημαίνει ότι η πίεση που ασκείται στο εισόδημα των καταναλωτών λόγω του πληθωρισμού, έχει οδηγήσει σε συρρίκνωση της αγοραστικής δύναμης των καταναλωτών. Στα θετικά χαρακτηριστικά του οικονομικού περιβάλλοντος είναι το γεγονός ότι η εταιρεία δεν έχει δανειακές υποχρεώσεις σε συνάλλαγμα και ως εκ τούτου δεν επηρεάζεται αρνητικά από τις συναλλαγματικές ισοτιμίες.

Κοινωνικό περιβάλλον

Ένα από τα θετικά χαρακτηριστικά του κοινωνικού περιβάλλοντος είναι το γεγονός ότι οι Έλληνες είμαστε ένας λαός όπου καταναλώνει μεγάλες ποσότητες γαλακτοκομικών προϊόντων και ως εκ τούτου αυτό βοηθάει στην αύξηση της ζήτησης των προϊόντων της ΝΕΟΓΑΛ. Επίσης, τα τελευταία χρόνια πραγματοποιείται μία στροφή προς τον υγιεινό τρόπο ζωής η οποία με τη σειρά της έχει επηρεάσει τις καταναλωτικές συνήθειες και έχει συμβάλει στην αύξηση της ζήτησης για φρέσκα προϊόντα υψηλής ποιότητας.

Στα θετικά της εταιρείας μπορεί να προστεθεί και το γεγονός ότι δεν υπάρχει άμεση εξάρτηση από άλλους παραγωγούς. Αυτό συμβαίνει διότι οι μέτοχοι της εταιρείας είναι οι ίδιοι και παραγωγοί. Επίσης, θετική είναι και η επίδραση της ανάπτυξης του ανθρώπινου δυναμικού η οποία επιτυγχάνεται μέσω της συνεχόμενης εκπαίδευσης και της επιμόρφωσης. Επιπλέον, φαίνεται ότι η ΝΕΟΓΑΛ ενδιαφέρεται για το κοινωνικό σύνολο και την επίδραση που ασκεί στην κοινωνία καθώς η οικολογική της συνείδηση απέναντι στο περιβάλλον την έχει οδηγήσει στην εφαρμογή ενός ολοκληρωμένου συστήματος βιολογικού καθαρισμού των υγρών λυμάτων, φιλτράροντας τα απόβλητα.

Τεχνολογικό περιβάλλον

Η εταιρεία φαίνεται ότι επενδύει σε νέες τεχνολογίες ώστε να γίνει ανταγωνιστική. Πιο συγκεκριμένα, η ΝΕΟΓΑΛ έχει εισάγει νέα μηχανήματα στην παραγωγική της διαδικασία τα οποία της επιτρέπουν να μειώσουν τον χρόνο παραγωγής και να βελτιώσουν την ποιότητα και να αυξήσουν την παραγωγικότητα. Όλα τα προηγούμενα έχουν επιτευχθεί μέσω της αυτοματοποίησης των διαδικασιών παραγωγής. Επίσης, η εταιρεία χρησιμοποιεί και ειδικά συστήματα ελέγχου ποιότητας των προϊόντων τα οποία με τη σειρά τους συμβάλουν στην εγγύηση της υγιεινής και ασφάλειας των παραγόμενων προϊόντων και της διακίνησή τους.

Άλλο ένα σημαντικό και θετικό χαρακτηριστικό τεχνολογικής φύσεως είναι η χρήση των φωτοβολταϊκών που κάνει η εταιρεία στις εγκαταστάσεις της για την εξοικονόμηση ενέργειας και συνεπώς για την μείωση του κόστους των δαπανών της. Επίσης, η ΝΕΟΓΑΛ εκπαιδεύει το προσωπικό της σε νέες μεθόδους παστερίωσης ενώ παρέχεται εκπαίδευση του προσωπικού σε ότι αφορά την χρήση των νέων μηχανημάτων που χρησιμοποιούνται στην παραγωγική διαδικασία.

Σημαντικά γεγονότα που έγιναν το 2021

Αναφορικά με την πανδημία COVID-19, η διοίκηση της εταιρείας αποφάσισε να συνεχίζει να λαμβάνει όλα τα απαραίτητα μέτρα που κρίνονται αναγκαία τόσο για την προστασία της υγείας του προσωπικού της όσο και για τη διασφάλιση της συνέχισης των παραγωγικών λειτουργιών της. Η στρατηγική της εταιρίας όσον αφορά την αντιμετώπιση των επιπτώσεων από την πανδημία εστιάζει στους ακόλουθους τρεις τομείς (ΝΕΟΓΑΛ, 2021):

- Υγεία & ασφάλεια εργαζομένων, πελατών και συνεργατών
- Λήψη μέτρων για τον περιορισμό των επιπτώσεων ενόψει της επικείμενης επαναφοράς των δραστηριοτήτων της εταιρείας σε κανονικές συνθήκες
- Προστασία της οικονομικής θέσης και ρευστότητας

Η εταιρεία εν μέσω πανδημίας κατάφερε να αυξήσει τις πωλήσεις και να διατηρήσει υψηλά την κερδοφορία της. Δεδομένου όμως ότι οι συνέπειες της πανδημίας είναι σε εξέλιξη, η επίδραση του COVID-10 στα οικονομικά μεγέθη της εταιρείας δεν είναι

εφικτό να ποσοτικοποιηθεί πλήρως καθώς εξακολουθεί να υπάρχει αβεβαιότητα ως προς τον αντίκτυπο της στην παγκόσμια οικονομία. Τέλος, στην Τακτική Γενική Συνέλευση που έγινε το 2021, αποφασίστηκε η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά ένα εκατομμύριο οκτακόσιες είκοσι έξι χιλιάδες τριακόσια εξήντα πέντε ευρώ και ογδόντα λεπτά (1.826.365,80) με την έκδοση έξι εκατομμυρίων ογδόντα επτά χιλιάδων οκτακοσίων ογδόντα έξι μετοχών (6.087.886) μετοχών ονομαστικής αξίας τριάντα λεπτών του ευρώ (0,30).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5-ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΝΕΟΓΑΛ

Ανάλυση κινδύνων της ΝΕΟΓΑΛ

Οι διαδικασίες των διαρκώς μεταβαλλόμενων συνθηκών του επιχειρηματικού περιβάλλοντος, η αυξανόμενη ροή πληροφοριών και η ενσωμάτωση στην παγκόσμια αγορά αυξάνει τον κίνδυνο των εταιρειών και ορίζει την αναγκαιότητα διαχείρισης των κινδύνων. Οι ταχέως αυξανόμενοι ρυθμοί οικονομικής ανάπτυξης καθορίζουν την πολυπλοκότητα των μεθόδων ανάλυσης κινδύνου, την ποικιλία των τύπων τους και επιμηκύνουν το χρόνο των υλοποιήσεων των μεθόδων. Σκοπός της συγκεκριμένης ενότητας είναι να αναλύσει τους κινδύνους που καλείται να αντιμετωπίσει η ΝΕΟΓΑΛ και οι οποίοι είναι οι ακόλουθοι (ΝΕΟΓΑΛ, 2021).

➤ Κίνδυνος από μεταβολές στις τιμές της αγοράς

Ο κίνδυνος αγοράς συνίσταται στον κίνδυνο των μεταβολών στις τιμές των πρώτων υλών που αγοράζει η εταιρία. Ο σκοπός της διαχείρισης κινδύνου υπό τις συνθήκες της αγοράς είναι να ελέγχει και να οριοθετεί την έκθεση της εταιρίας στον συγκεκριμένο κίνδυνο στο πλαίσιο των αποδεκτών παραμέτρων.

➤ Κίνδυνος ρευστότητας

Ο κίνδυνος ρευστότητας πρέπει να διατηρείται σε χαμηλά επίπεδα, μέσω της διαθεσιμότητας επαρκών ταμειακών και πιστωτικών ορίων που διασφαλίζουν την ομαλή εκπλήρωση των χρηματοοικονομικών τους υποχρεώσεων. Για την παρακολούθηση και αντιμετώπιση του κινδύνου ρευστότητας, η εταιρία συντάσσει προβλέψεις ταμειακών ροών σε τακτική βάση.

➤ Πιστωτικός κίνδυνος

Ο πιστωτικός κίνδυνος αναφέρεται στην πιθανότητα κάποιος αντισυμβαλλόμενος λαμβάνοντας υπόψη και την αρνητική οικονομική συγκυρία, να προκαλέσει στην εταιρία οικονομική ζημιά εξαιτίας της αθέτησης των συμβατικών του υποχρεώσεων. Σύμφωνα με την ΝΕΟΓΑΛ, ο μέγιστος πιστωτικός κίνδυνος κατά την ημερομηνία σύνταξης της κατάστασης της χρηματοοικονομικής θέσης είναι η λογιστική αξία των

χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων. Οι απαιτήσεις από πελάτες, με τη σειρά τους, αντιπροσωπεύουν το μέγεθος το οποίο μπορεί να επηρεάσει αρνητικά την ομαλή ρευστότητα της εταιρίας. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι η εταιρία εφαρμόζει συγκεκριμένη πιστωτική πολιτική με στόχο την ελαχιστοποίηση των πελατών που κρίνονται ως επισφαλείς και συνεπώς τη ζημία που προκύπτει από την αθέτηση αυτών.

Για το λόγο αυτό, οι πωλήσεις γίνονται κυρίως σε πελάτες με αξιολογημένο ιστορικό πιστώσεων, ενώ οι απαιτήσεις καλύπτονται κατά σημαντικό ποσοστό από τραπεζικές εγγυήσεις εμπράγματα διασφαλίσεις και επιταγές. Σε περίπτωση που κριθεί απαραίτητο μπορεί να ζητηθεί επιπρόσθετη εξασφάλιση με εγγυήσεις, ενώ οι απαιτήσεις που θεωρούνται επισφαλείς, επανεκτιμώνται σε τακτά διαστήματα, και για τη ζημία που εκτιμάται ότι θα προκύψει από αυτές, σχηματίζεται σχετική πρόβλεψη απομείωσης. Παρόλο που τα ταμειακά διαθέσιμα εμπεριέχουν έναν βαθμό πιστωτικού κινδύνου, καθώς οι τρέχουσες οικονομικές συνθήκες ασκούν σημαντική πίεση στις τράπεζες, έχει διαπιστωθεί ότι η ΝΕΟΓΑΛ δεν εκτίθενται σε τέτοιας μορφής πιστωτικό κίνδυνο (ΝΕΟΓΑΛ, 2021).

Ανάλυση αριθμοδεικτών της ΝΕΟΓΑΛ

Η ανάλυση αριθμοδεικτών είναι μία από τις τεχνικές της χρηματοοικονομικής ανάλυσης όπου οι δείκτες χρησιμοποιούνται ως κριτήριο για την αξιολόγηση της σχέσης μεταξύ των συστατικών μερών των οικονομικών καταστάσεων για την απόκτηση και την καλύτερη κατανόηση της θέσης και της απόδοσης της εταιρίας. Η σημασία της ανάλυσης των αριθμοδεικτών έγκειται στο γεγονός ότι παρουσιάζει γεγονότα σε συγκριτική βάση. Μπορούν να εξαχθούν συμπεράσματα σχετικά με τη συνολική εικόνα μιας επιχείρησης και ως εκ τούτου είναι χρήσιμη για την αξιολόγηση της μακροπρόθεσμης οικονομικής βιωσιμότητας μιας εταιρίας. Στην συγκεκριμένη εργασία θα υπολογίσουμε και θα αναλύσουμε τέσσερις βασικές κατηγορίες αριθμοδεικτών για την ΝΕΟΓΑΛ και συγκεκριμένα τους δείκτες ρευστότητας, δραστηριότητας, χρέους και αποδοτικότητας. Θα πρέπει επίσης να σημειωθεί ότι η χρονική περίοδος εξέτασης είναι από το 2017-2021.

Δείκτες ρευστότητας

Οι δείκτες ρευστότητας εκφράζουν την δυνατότητα μιας επιχείρησης να ανταπεξέλθει στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Με άλλα λόγια, αυτοί οι δείκτες δείχνουν πόσο αποτελεσματικά μια εταιρεία μπορεί να χρησιμοποιήσει τα κυκλοφορούντα περιουσιακά της στοιχεία για τις τρέχουσες υποχρεώσεις της. Όσο υψηλότερη είναι η τιμή του δείκτη τόσο καλύτερη είναι η ρευστότητα της εταιρείας (Νούλας, 2019). Στην συγκεκριμένη κατηγορία έχουμε υπολογίσει τρεις αριθμοδείκτες ρευστότητας για την ΝΕΟΓΑΛ.

➤ Δείκτης γενικής ρευστότητας

Ο πρώτος είναι ο δείκτης γενικής ρευστότητας, ο οποίος δίνεται από τον ακόλουθο τύπο.

$$\Delta\Gamma P = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

Με βάση τον πίνακα 5.1 παρατηρούμε, ότι ο δείκτης γενικής ρευστότητας είναι υψηλός για όλη την εξεταζόμενη χρονική περίοδο, με το έτος 2019 να σημειώνει την υψηλότερη τιμή με 9,30. Αυτή η αύξηση οφείλεται κυρίως στη μείωση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων που έγινε εκείνο το έτος.

Πίνακας 5.1-Δείκτης γενικής ρευστότητας για τη ΝΕΟΓΑΛ για την περίοδο 2017-2021

Έτη	Κυκλοφορούν ενεργητικό	Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	Δείκτης Γενικής Ρευστότητας
2017	23.583.273,45	3.320.452,04	7,10
2018	24.411.628,12	3.583.558,22	6,81
2019	23.708.582,47	2.549.835,38	9,30
2020	18.740.600,71	3.268.557,92	5,73
2021	21.814.192,44	3.456.877,25	6,31

Διάγραμμα 5.1-Δείκτης γενικής ρευστότητας για τη ΝΕΟΓΑΑ για την περίοδο 2017-2021



➤ **Δείκτης άμεσης ρευστότητας**

Στη συνέχεια, υπολογίστηκε ο δείκτης άμεσης ρευστότητας ο οποίος δίνεται από τον ακόλουθο τύπο.

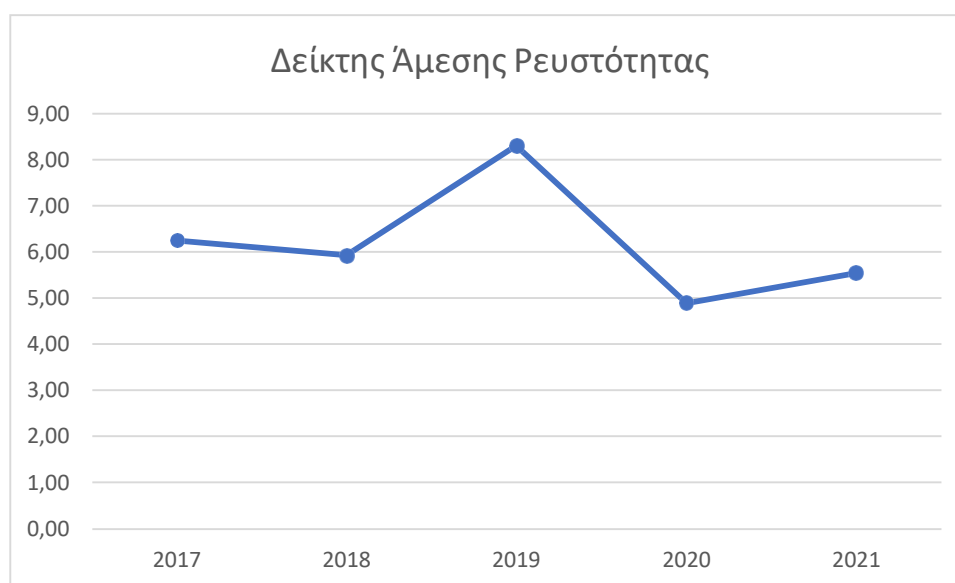
$$\Delta AP = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό} - \text{Αποθέματα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

Σε αντίθεση με τον δείκτη γενικής ρευστότητας, ο δείκτης άμεσης ρευστότητας δεν λαμβάνει υπόψιν τα αποθέματα και για τον λόγο αυτόν αφαιρούνται στον αριθμητή από το κυκλοφορούν ενεργητικό. Από τον πίνακα 5.2 προκύπτει ότι ο δείκτης άμεσης ρευστότητας κινήθηκε σε πολύ ικανοποιητικά επίπεδα για όλη την χρονική περίοδο με την υψηλότερη τιμή να λαμβάνει χώρα το έτος 2019 με 8,31 και την χαμηλότερη τιμή να σημειώνεται το 202 με 5,73. Η πτώση της τιμής του δείκτη μπορεί να εξηγηθεί και από την αύξηση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων και τη μείωση του κυκλοφορούντος ενεργητικού, τα οποία με τη σειρά τους μπορούν να εξηγηθούν από την εκδήλωση της πανδημίας.

Πίνακας 5.2-Δείκτης άμεσης ρευστότητας για τη ΝΕΟΓΑΛ για την περίοδο 2017-2021

Έτη	Κυκλοφορούν ενεργητικό	Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	Αποθέματα	Δείκτης Άμεσης Ρευστότητας
2017	23.583.273,45	3.320.452,04	2.821.714,05	6,25
2018	24.411.628,12	3.583.558,22	3.176.416,67	5,93
2019	23.708.582,47	2.549.835,38	2.515.929,43	8,31
2020	18.740.600,71	3.268.557,92	2.758.124,78	4,89
2021	21.814.192,44	3.456.877,25	2.645.011,63	5,55

Διάγραμμα 5.2-Δείκτης άμεσης ρευστότητας για τη ΝΕΟΓΑΛ για την περίοδο 2017-2021



➤ **Δείκτης μετρητών**

Τέλος, ο επόμενος δείκτης ρευστότητας που υπολογίστηκε είναι αυτός των μετρητών ο οποίος δίνεται από τον ακόλουθο τύπο.

$$\Delta M = \frac{\text{Ταμειακά Διαθέσιμα}}{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικού}}$$

Ο παραπάνω δείκτης λαμβάνει υπόψιν μόνο τα ταμειακά διαθέσιμα για την αποπληρωμή των υποχρεώσεων, όπως προκύπτει από τον πίνακα 5.3 ο δείκτης των μετρητών κινήθηκε σε ικανοποιητικά επίπεδα για όλη την χρονική περίοδο με τιμές από 0,72-2,85. Θα λέγαμε ωστόσο, ότι το μόνο έτος που φαίνεται να υπάρχει πρόβλημα στην εταιρεία δεδομένου ότι ο δείκτης έχει καταγράψει τιμή μικρότερη της μονάδας είναι το έτος 2020.

Πίνακας 5.3-Δείκτης μετρητών για τη ΝΕΟΓΑΛ για την περίοδο 2017-2021

Έτη	Κυκλοφορούν ενεργητικό	Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	Ταμειακά διαθέσιμα	Δείκτης Μετρητών
2017	23.583.273,45	3.320.452,04	5.729.872,07	1,73
2018	24.411.628,12	3.583.558,22	6.613.541,05	1,85
2019	23.708.582,47	2.549.835,38	7.264.257,70	2,85
2020	18.740.600,71	3.268.557,92	2.349.724,85	0,72
2021	21.814.192,44	3.456.877,25	4.155.056,42	1,20

Διάγραμμα 5.3-Δείκτης μετρητών για τη ΝΕΟΓΑΛ για την περίοδο 2017-2021



Δείκτες δραστηριότητας

Οι δείκτες δραστηριότητας μετρούν πόσο αποτελεσματικά λειτουργεί η επιχείρηση, δηλαδή πόσο αποτελεσματικά χρησιμοποιούνται τα περιουσιακά στοιχεία της

εταιρείας από τη διοίκηση για τη δημιουργία μέγιστων δυνατών εσόδων. Συνήθως, αυτοί οι δείκτες υποδεικνύουν πόσες πωλήσεις έχουν πραγματοποιηθεί σε σύγκριση με διάφορες κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων (Λαζαρίδης, 2005). Οι αριθμοδείκτες ρευστότητας που έχουν υπολογιστεί στην συγκεκριμένη εργασία είναι η κυκλοφοριακή ταχύτητα των αποθεμάτων και η μέση περίοδος είσπραξης των απαιτήσεων.

➤ **Κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων**

Η κυκλοφοριακή ταχύτητα των αποθεμάτων δίνεται από τον τύπο που ακολουθεί και εκφράζει πόσες φορές τα αποθέματα της εταιρείας μπορούν να μετατραπούν σε πωλήσεις.

$$ΚΤΑ = \frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Αποθέματα}}$$

Διαπιστώνουμε από τον πίνακα 5.4 ότι για την εξεταζόμενη χρονική περίοδο οι τιμές του δείκτη είναι αρκετά ικανοποιητικές καθώς κινήθηκαν σε υψηλά επίπεδα και χωρίς μεγάλες αποκλίσεις από την μία χρονιά στην επόμενη.

Πίνακας 5.4-Κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων για τη ΝΕΟΓΑΛ για την περίοδο 2017-2021

Έτη	Αποθέματα	Πωλήσεις	Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Αποθεμάτων
2017	2.821.714,05	15.581.044,33	5,52
2018	3.176.416,67	17.080.673,53	5,38
2019	2.515.929,43	17.478.686,39	6,95
2020	2.758.124,78	16.977.372,19	6,16
2021	2.645.011,63	17.890.713,77	6,76

Γράφημα 5.4-Κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων για τη ΝΕΟΓΑΛ για την περίοδο 2017-2021



➤ **Μέση περίοδος είσπραξης των απαιτήσεων**

Ο επόμενος δείκτης δραστηριότητας είναι αυτός της μέσης περιόδου είσπραξης των απαιτήσεων ο οποίος δίνεται από τον ακόλουθο τύπο (Λαζαρίδης & Παπαδόπουλος, 2010).

$$\text{ΜΠΕΑ} = \frac{\text{Απαιτήσεις} \times 360}{\text{Ετήσιες Πωλήσεις}}$$

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι ο συγκεκριμένος δείκτης εκφράζει τις μέρες που χρειάζεται η εταιρεία και στην περίπτωση μας η ΝΕΟΓΑΛ έτσι ώστε να μπορέσει να εισπράξει τις απαιτήσεις της από τους πελάτες. Όσο μεγαλύτερη είναι η τιμή του δείκτη τόσο παραπάνω μέρες σημαίνει ότι χρειάζεται η εταιρεία για να μπορέσει να εισπράξει άρα τόσο μικρότερη είναι η κερδοφορία της.

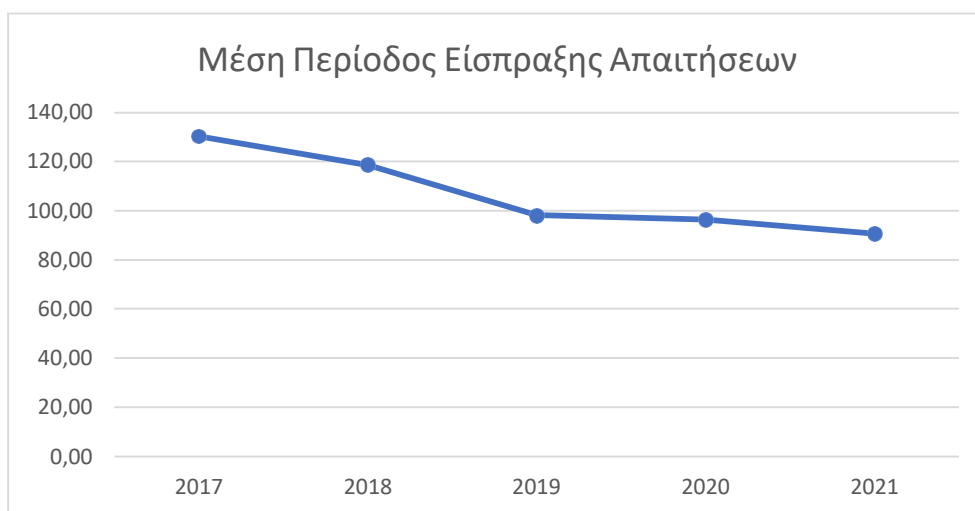
Από τον υπολογισμό του δείκτη προκύπτει ότι η εταιρεία τα έτη 2017 και 2018 έχει την υψηλότερη τιμή στον δείκτη γεγονός που σημαίνει ότι εκείνες τις δύο χρονιές πιθανότατα η εταιρεία έδινε το δικαίωμα στους πελάτες να την εξοφλούν σε μεγαλύτερο χρονικό διάστημα. Ωστόσο, αυτό άλλαξε από το 2019 καθώς η ΝΕΟΓΑΛ

ξεκίνησε να εισπράττει νωρίτερα και να έτσι να συμβάλει στην μείωση του απαιτούμενου κεφαλαίου κίνησης και στην αύξηση των ταμειακών της.

Πίνακας 5.5-Μέση περίοδος είσπραξης των απαιτήσεων για τη ΝΕΟΓΑΛ για την περίοδο 2017-2021

Έτη	Πωλήσεις	Απαιτήσεις	Μέση Περίοδος Είσπραξης Απαιτήσεων
2017	15.581.044,33	5.644.758,59	130,42
2018	17.080.673,53	5.622.552,52	118,50
2019	17.478.686,39	4.758.140,78	98,00
2020	16.977.372,19	4.537.804,86	96,22
2021	17.890.713,77	4.507.667,35	90,70

Γράφημα 5.5-Μέση περίοδος είσπραξης των απαιτήσεων για τη ΝΕΟΓΑΛ για την περίοδο 2017-2021



Δείκτες χρέους

Οι δείκτες χρέους, που ορίζονται ως έκφραση της σχέσης μεταξύ του συνολικού χρέους και των περιουσιακών στοιχείων μιας εταιρείας, είναι ένα μέτρο της ικανότητας εξυπηρέτησης του χρέους μιας εταιρείας. Δείχνουν ποιο ποσοστό του χρηματοοικονομικού ενεργητικού μιας εταιρείας προέρχεται από χρέος, καθιστώντας το έναν καλό τρόπο ελέγχου της μακροπρόθεσμης φερεγγυότητας μιας εταιρείας.

Γενικά, μια χαμηλότερη τιμή είναι καλύτερη. Μία τιμή κοντά στη μονάδα ή μικρότερη για κάποιον δείκτη χρέους δείχνει καλή οικονομική υγεία μιας εταιρείας.

➤ **Δείκτης συνολικής δανειακής επιβάρυνσης**

Ο πρώτος δείκτης χρέους που έχει υπολογιστεί για την εταιρεία ΝΕΟΓΑΛ είναι ο δείκτης συνολικής δανειακής επιβάρυνσης ο οποίος δίνεται από τον ακόλουθο τύπο.

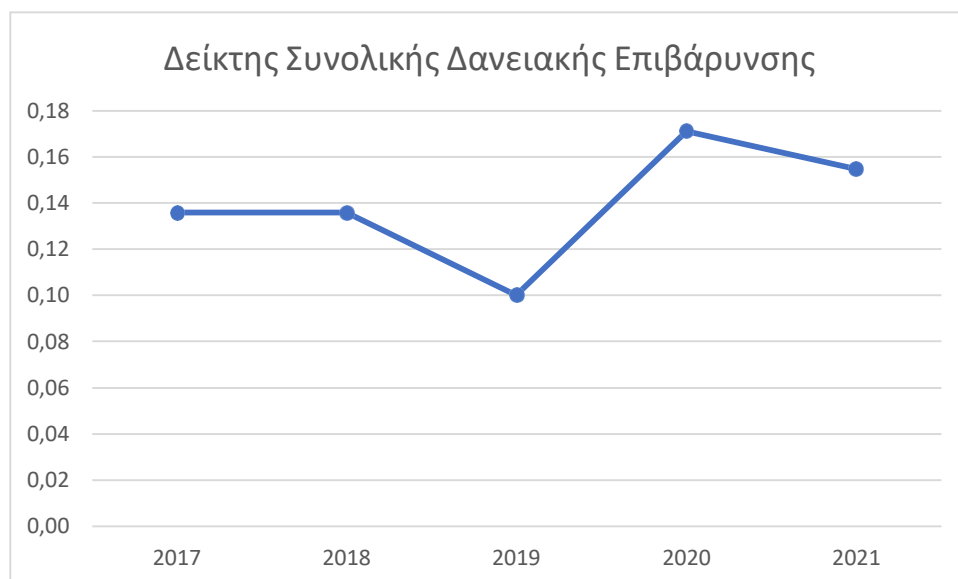
$$\Delta X = \frac{\text{Σύνολο Υποχρεώσεων}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

Ο συγκεκριμένος δείκτης δείχνει το σύνολο των υποχρεώσεων ως ποσοστό του συνολικού ενεργητικού. Μία τιμή κοντά στο 0,5 δείχνει ότι η εταιρεία έχει τόσα ξένα κεφάλαια όσα και ίδια ενώ μία υψηλότερη τιμή του δείκτη από 0,5 δείχνει περιορισμό στον δανεισμό. Παρατηρούμε ότι η τιμή του δείκτη κινήθηκε σε παρόμοια επίπεδα όλη την εξεταζόμενη χρονική περίοδο χωρίς μεγάλες αποκλίσεις με τον δείκτη να κυμαίνεται από 0,10 έως 0,17.

Πίνακας 5.6-Δείκτης συνολικής δανειακής επιβάρυνσης για τη ΝΕΟΓΑΛ για την περίοδο 2017-2021

Έτη	Ενεργητικό	Υποχρεώσεις	Δείκτης Συνολικής Δανειακής Επιβάρυνσης
2017	27.264.580,29	3.704.078,69	0,14
2018	28.806.598,99	3.912.381,08	0,14
2019	29.167.585,63	2.926.151,06	0,10
2020	25.849.808,57	4.426.660,96	0,17
2021	28.757.675,44	4.453.442,83	0,15

Γράφημα 5.6-Δείκτης συνολικής δανειακής επιβάρυνσης για τη ΝΕΟΓΑΛ για την περίοδο 2017-2021



➤ **Δείκτης χρέους προς ίδια κεφάλαια**

Ο δείκτης χρέος προς ίδια κεφάλαια δείχνει τις υποχρεώσεις της εταιρείας σαν ποσοστό των ιδίων κεφαλαίων και όσο μεγαλύτερος είναι τόσο μεγαλύτερη είναι και η μόχλευση της εταιρείας.

$$\text{Δείκτης Χρέους προς Ίδια Κεφάλαια} = \frac{\text{Σύνολο Υποχρεώσεων}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$$

Με βάση τον πίνακα 5.7 που ακολουθεί παρατηρούμε ότι η εταιρεία έχει μικρές αποκλίσεις στον δείκτη με την μικρότερη τιμή να είναι 0,16 και την υψηλότερη να ισούται με 0,21. Παρατηρούμε επίσης, ότι η εταιρεία δεν έχει μεγάλη χρηματοοικονομική μόχλευση και συνεπώς δεν έχει μεγάλο κίνδυνο.

Πίνακας 5.7-Δείκτης χρέους προς ίδια κεφάλαια για τη ΝΕΟΓΑΛ για την περίοδο 2017-2021

Έτη	Υποχρεώσεις	Ίδια Κεφάλαια	Δείκτης Χρέους προς Ίδια Κεφάλαια
2017	3.704.078,69	23.044.501,60	0,16

2018	3.912.381,08	24.378.217,91	0,16
2019	2.926.151,06	25.715.175,18	0,11
2020	4.426.660,96	21.219.551,07	0,21
2021	4.453.442,83	24.101.123,85	0,18

Γράφημα 5.7-Δείκτης χρέους προς ίδια κεφάλαια για τη ΝΕΟΓΑΛ για την περίοδο 2017-2021



Δείκτες αποδοτικότητας

Οι δείκτες αποδοτικότητας είναι αναλυτικά εργαλεία που βοηθούν να μετρήσουμε την αποτελεσματικότητα μιας επιχείρησης και τον τρόπο με τον οποίο χρησιμοποιεί τα περιουσιακά της στοιχεία. Αυτό είναι ενδεικτικό της ικανότητας της εταιρείας να μετατρέψει τα περιουσιακά της στοιχεία σε έσοδα/κέρδη βραχυπρόθεσμα. Το εισόδημα μιας εταιρείας είναι τα χρήματα που μπορεί να δημιουργήσει μέσω επιχειρηματικών δραστηριοτήτων και περιλαμβάνονται στις οικονομικές της καταστάσεις. Η αποτελεσματικότητα σημαίνει πόσο αποτελεσματικά μετατρέπει αυτά τα περιουσιακά στοιχεία σε εισόδημα.

➤ Μικτό περιθώριο κέρδους

Ο πρώτος δείκτης που έχει υπολογιστεί είναι αυτός του μικτού περιθωρίου κέρδους όπου φαίνεται ότι δίνεται από τον ακόλουθο τύπο.

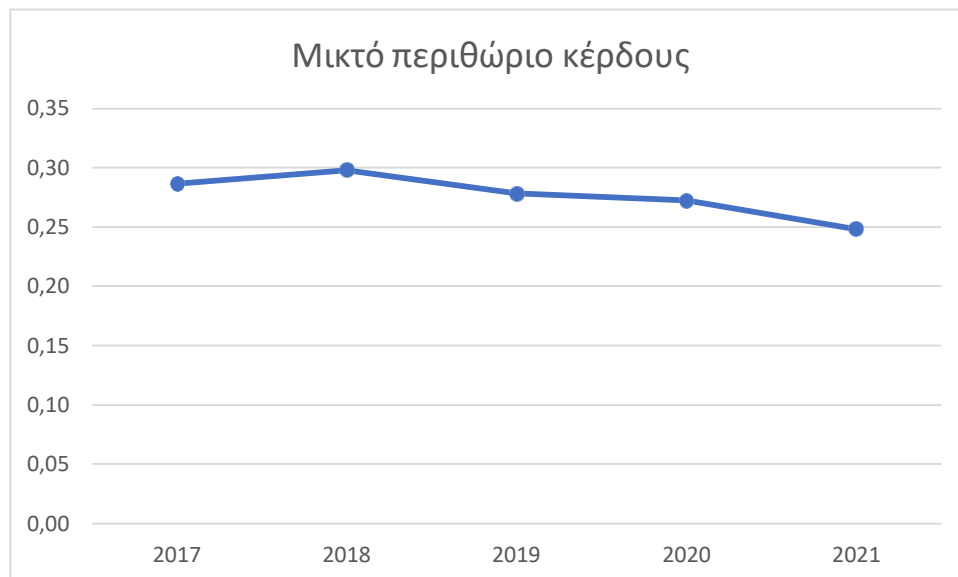
$$\text{ΜΠΚ} = \frac{\text{Πωλήσεις} - \text{Κόστος Πωληθέντων}}{\text{Πωλήσεις}}$$

Όσο πιο υψηλή είναι η τιμή του δείκτη τόσο πιο υψηλή είναι η κερδοφορία. Από τον πίνακα που ακολουθεί προκύπτει ότι η εταιρεία έχει σημειώσει ικανοποιητικές τιμές του δείκτη καθώς έχει κινηθεί από 25% έως 30%. Η αύξηση του δείκτη οφείλεται στις αυξημένες πωλήσεις.

Πίνακας 5.8-Μικτό περιθώριο κέρδους για τη ΝΕΟΓΑΛ για την περίοδο 2017-2021

Έτη	Πωλήσεις	Κόστος πωληθέντων	Μικτό περιθώριο κέρδους
2017	15.581.044,33	11.119.658,90	0,29
2018	17.080.673,53	11.986.574,68	0,30
2019	17.478.686,39	12.614.321,69	0,28
2020	16.977.372,19	12.354.576,70	0,27
2021	17.890.713,77	13.446.328,68	0,25

Γράφημα 5.8-Μικτό περιθώριο κέρδους για τη ΝΕΟΓΑΛ για την περίοδο 2017-2021



➤ **Δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων ROE (Return on Equity)**

Ο επόμενος δείκτης που έχει υπολογιστεί είναι αυτός της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων όπου δίνεται από τον ακόλουθο τύπο.

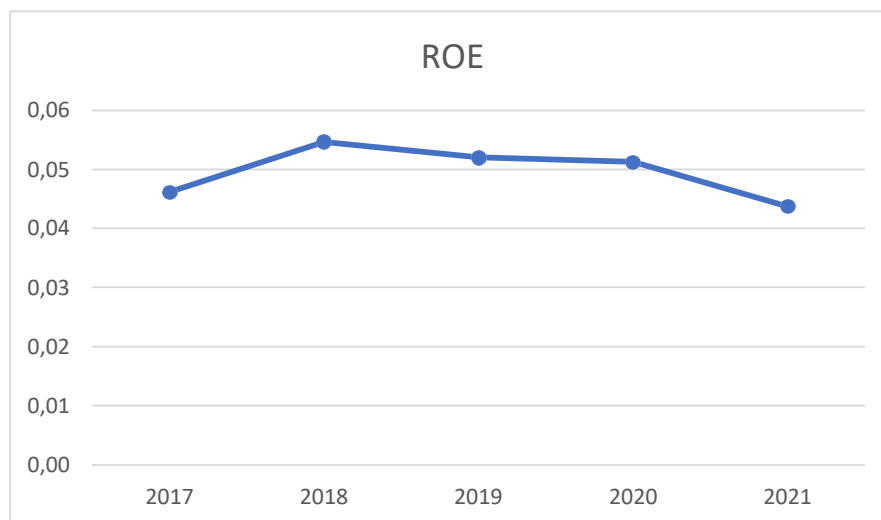
$$ROE = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Ίδια κεφάλαια}}$$

Συγκεκριμένα, ο δείκτης εκφράζει την ικανότητα της εταιρείας να μπορεί να δημιουργεί κέρδη από τα ίδια κεφάλαια. Επίσης, ο δείκτης αυτός είναι σημαντικός για τους μετόχους καθώς μεγιστοποιεί την αξία τους. Διαπιστώνουμε ότι η τιμή του δείκτη είναι σχεδόν σταθερή και ίση με 5% σχεδόν για όλη την εξεταζόμενη χρονική περίοδο εκτός από το έτος 2021 που έχει μειωθεί στο 4%. Μπορεί η τιμή του δείκτη να μην κινήθηκε σε πολύ υψηλά επίπεδα όμως είναι σημαντικό που ακόμα και με την εκδήλωση της πανδημίας δεν σημειώθηκαν ζημίες και συνεπώς αρνητικές τιμές του δείκτη.

Πίνακας 5.9-Δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων για τη ΝΕΟΓΑΛ για την περίοδο 2017-2021

Έτη	Καθαρά κέρδη	Ίδια Κεφάλαια	ROE
2017	1.062.973,36	23.044.501,60	0,05
2018	1.333.716,31	24.378.217,91	0,05
2019	1.336.957,27	25.715.175,18	0,05
2020	1.087.052,56	21.219.551,07	0,05
2021	1.055.206,98	24.101.123,85	0,04

Γράφημα 5.9-Δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων για τη ΝΕΟΓΑΛ για την περίοδο 2017-2021



➤ **Δείκτης αποδοτικότητας συνόλου ενεργητικού ROA (Return on assets)**

Ο τελευταίος δείκτης αποδοτικότητας που έχει υπολογιστεί είναι αυτός του συνόλου του ενεργητικού ο οποίος δίνεται από τον ακόλουθο τύπο.

$$ROA = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

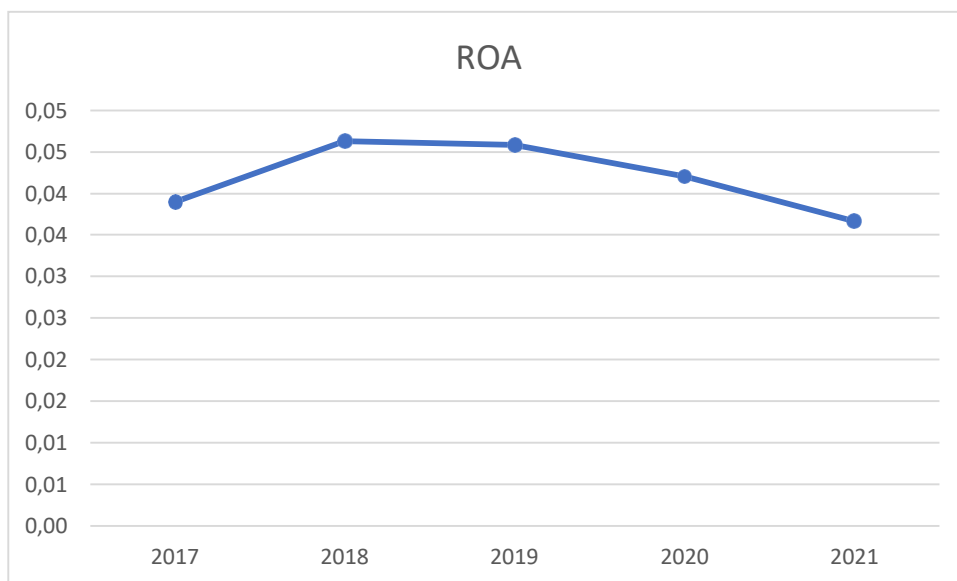
Ο δείκτης αυτός δείχνει τα κέρδη που μπορούν να πραγματοποιηθούν από το σύνολο του ενεργητικού και προφανώς μία υψηλή τιμή του δείκτη συνεπάγεται υψηλότερη κερδοφορία για την εταιρεία. Από τον πίνακα 5.11 που ακολουθεί παρατηρούμε ότι η τιμή του δείκτη έχει κινηθεί από 4% έως 5% στοιχείο που σημαίνει ότι η κερδοφορία δεν ήταν αρκετά υψηλή αλλά τουλάχιστον η εταιρεία παρά τις δύσκολες οικονομικές συνθήκες εξακολουθούσε να καταγράφει κέρδη.

Πίνακας 5.10-Δείκτης αποδοτικότητας συνόλου ενεργητικού για τη ΝΕΟΓΑΛ για την περίοδο 2017-2021

Έτη	Καθαρά κέρδη	Ενεργητικό	ROA
2017	1.062.973,36	27.264.580,29	0,04

2018	1.333.716,31	28.806.598,99	0,05
2019	1.336.957,27	29.167.585,63	0,05
2020	1.087.052,56	25.849.808,57	0,04
2021	1.055.206,98	28.757.675,44	0,04

Γράφημα 5.10-Δείκτης αποδοτικότητας συνόλου ενεργητικού για τη ΝΕΟΓΑΛ για την περίοδο 2017-2021



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6-ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΝΕΟΓΑΛ

Υπολογισμός ρυθμού ανάπτυξης (g)

Στο κεφάλαιο αυτό θα προβούμε στην αποτίμηση της αξίας της εταιρείας ΝΕΟΓΑΛ με την μέθοδο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών προς την εταιρεία (FCFF). Το πρώτο βήμα λοιπόν το οποίο πρέπει να κάνουμε και με βάση την θεωρία είναι να υπολογίσουμε τον ρυθμό ανάπτυξης. Στη συνέχεια, θα πρέπει να υπολογιστούν το κόστος των ιδίων κεφαλαίων (cost of equity), το κόστος του δανεισμού (cost of debt) και έπειτα το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC) το οποίο θα χρησιμοποιήσουμε και για την προεξόφληση των ελεύθερων ταμειακών ροών της ΝΕΟΓΑΛ ώστε να γίνει η αποτίμησή της.

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι για τον υπολογισμό των ελεύθερων ταμειακών ροών θα επιλέξουμε την χρονική περίοδο 2022- 2026. Σε ότι αφορά τον ρυθμό ανάπτυξης της εταιρείας ΝΕΟΓΑΛ που θα χρησιμοποιηθεί για να προβλέψουμε τις ταμειακές ροές για την επιλεγμένη χρονική περίοδο, θα πρέπει να σημειωθεί ότι με βάση την θεωρία θα κάνουμε την υπόθεση ότι ο ρυθμός ανάπτυξης της εταιρείας θα ακολουθήσει τον αναμενόμενο ρυθμό ανάπτυξης του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος (ΑΕΠ) της Ελλάδας για τα αντίστοιχα έτη.

Όπως φαίνεται και από τον πίνακα 6.1 που ακολουθεί, η ανάπτυξη για το 2022 θα είναι 5,20%, το 2023 θα είναι 1,80% το 2024 θα αυξηθεί στο 2,0%, το 2025 θα είναι 1,60% και το 2026 θα είναι 1,40%. Από το 2026 και μετά υποθέτουμε έναν ρυθμό ανάπτυξης κοντά σε αυτόν του 2026 και συγκεκριμένα ίσο με 1% (IMF, 2022, Statista, 2022).

Πίνακας 6.1-Ρυθμός ανάπτυξης για την περίοδο 2022-2026

Έτη	Ρυθμός ανάπτυξης
2022	5,20%
2023	1,80%
2024	2,0%
2025	1,60%
2026	1,40%

Υπολογισμός συντελεστή βήτα

Το επόμενο βήμα το οποίο πρέπει να κάνουμε είναι να υπολογίσουμε τον συντελεστή βήτα της εταιρείας. Το βήτα ή beta είναι μια μέτρηση του πόσο ασταθής είναι μια μετοχή σε σχέση με τη συνολική χρηματιστηριακή αγορά. Το βήτα χρησιμοποιείται συνήθως στη μέτρηση κινδύνου. Οι μετοχές με υψηλότερα beta είναι πιο ευμετάβλητες και πιο επικίνδυνες από τις μετοχές χαμηλής μεταβλητότητας. Μία τιμή beta ίσο με τη μονάδα είναι ένδειξη ότι η τιμή της μετοχής κινείται ανάλογα με την αγορά. Αντίστοιχα μία τιμή του beta μικρότερη από τη μονάδα σημαίνει ότι η μετοχή είναι λιγότερο ασταθής από την αγορά. Τέλος, μία τιμή βήτα μεγαλύτερη από τη μονάδα σημαίνει ότι η μετοχή παρουσιάζει μεγαλύτερη μεταβλητότητα από την αγορά συνολικά.

Για τον υπολογισμό του συντελεστή beta που θα χρησιμοποιηθεί ο ακόλουθος τύπος. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι για τον υπολογισμό του unlevered beta, που αναφέρεται στην μεταβλητότητα των αποδόσεων μιας εταιρείας, χωρίς την οικονομική της μόχλευση, θα ανατρέξουμε στον Damodaran (2022).

$$\text{Levered beta} = \text{Unlevered beta} * [1 + (1 - \text{tax Rate}) * \frac{\text{Debt}}{\text{Debt} + \text{Equity}}]$$

Ειδικότερα, από την ιστοσελίδα του Damodaran (2022), παρατηρούμε λοιπόν, ότι οι εταιρείες που ανήκουν την επεξεργασία τροφίμων όπου εκεί ανήκει η εταιρεία ΝΕΟΓΑΛ έχουν τιμή unlevered beta ίση με 0,61 με βάση 92 εταιρείες. Στη συνέχεια θα υπολογίσουμε το ποσοστό συμμετοχής των ξένων κεφαλαίων που δίνεται από τον παρακάτω τύπο.

$$\text{Debt \%} = \frac{\text{Debt}}{\text{Equity} + \text{Debt}}$$

Από τον πίνακα που ακολουθεί λαμβάνουμε ότι ο μέσος όρος του ποσοστού συμμετοχής των ξένων κεφαλαίων είναι 0,15 ή 15%.

Πίνακας 6.2-Ποσοστό συμμετοχής ξένων κεφαλαίων για την περίοδο 2017-2021

Έτη	Υποχρεώσεις	Ίδια Κεφάλαια	Παθητικό	% Ξένων Κεφαλαίων
-----	-------------	---------------	----------	-------------------

2017	3.704.078,69	23.044.501,60	27.264.580,29	0,136
2018	3.912.381,08	24.378.217,91	28.806.598,99	0,136
2019	2.926.151,06	25.715.175,18	29.167.585,63	0,100
2020	4.426.660,96	21.219.551,07	25.849.808,57	0,171
2021	4.453.442,83	24.101.123,85	28.757.675,44	0,155
				Μέσος όρος 0,15

Για να βρούμε το levered beta της εταιρείας ΝΕΟΓΑΛ θα λάβουμε υπόψιν επίσης τα ακόλουθα:

3 unlevered rate = 0,61

4 Tax rate = 22%

5 $D/(D+E) = 0,15$

Ο συντελεστής levered beta σύμφωνα και με τον παρακάτω πίνακα είναι

$$\text{Levered beta} = \text{Unlevered beta} * [1 + (1 - \text{tax Rate}) * \frac{\text{Debt}}{\text{Debt} + \text{Equity}}]$$

Επομένως κάνοντας αντικατάσταση τα δεδομένα στον παραπάνω τύπο προκύπτει ότι

$$\text{Levered beta} = 0,61 * [1 + (1 - 0,22) * 0,15]$$

$$\text{Levered beta} = 0,68$$

Υπολογισμός κόστους ιδίων κεφαλαίων (Cost of Equity)

Το τρίτο βήμα το οποίο θα κάνουμε είναι να υπολογίσουμε το κόστος των ιδίων κεφαλαίων μέσω του υποδείγματος αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων (CAPM) και χρησιμοποιώντας τον ακόλουθο τύπο:

$$\text{Cost Equity} = R_f + \text{beta} * \text{Risk Premium}$$

Όπου:

- R_f = Είναι το επιτόκιο μηδενικού ρίσκου
- beta = Συντελεστής κινδύνου εταιρίας/μετοχής.
- Risk Premium= Ασφάλιστρο κινδύνου της αγοράς.

Για να υπολογίσουμε το επιτόκιο μηδενικού ρίσκου R_f , θα βασιστούμε στην απόδοση του δεκαετούς Ομολόγου Ελληνικού Δημοσίου (ΟΕΔ) (Bank of Greece, 2022). Από τον πίνακα προκύπτει ότι χρησιμοποιώντας τα δεδομένα για το τελευταίο εξάμηνο του 2022, ο μέσος όρος είναι 3,61%.

Πίνακας 6.3-Απόδοση 10ετούς Ομολόγου Ελληνικού Δημοσίου

	Απόδοση 10 ετούς ΕΓΕΔ
Σεπτέμβριος 2022	4,44%
Αύγουστος 2022	3,46%
Ιούλιος 2022	3,38%
Ιούνιος 2022	3,93%
Μάιος 2022	3,54%
Απρίλιος 2022	2,89%
Μέσος όρος	3,61%

Το Risk Premium το οποίο είναι γνωστό και σαν ασφάλιστρο κινδύνου είναι η διαφορά ανάμεσα στο επιτόκιο χωρίς κίνδυνο και στην απόδοση της αγοράς. Η διαφορά αυτή εκφράζει την αποζημίωση που απαιτούν οι επενδυτές για τον κίνδυνο τον οποίο λαμβάνουν. Από τα διαθέσιμα δημοσιευμένα δεδομένα, προκύπτει ότι το Market risk Premium της ελληνικής αγοράς είναι ίσο με 10,55% για τον Αύγουστο του 2022.¹

Επομένως σύμφωνα με τον παρακάτω τύπο:

$$\text{Cost Equity} = R_f + \text{beta} * \text{Risk Premium}$$

$$\text{Cost of Equity} = 0,0361 + 0,68 * 0,1055 = 0,1074 = 10,74\%$$

Υπολογισμός κόστους δανεισμού (Cost of debt)

Το επόμενο βήμα είναι να υπολογίσουμε το κόστος δανεισμού το οποίο θα το χρειαστούμε για τον υπολογισμό του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου. Για τον υπολογισμό του κόστους του δανεισμού θα χρησιμοποιήσουμε τον ακόλουθο τύπο:

$$\text{Cost of Debt} = \text{Χρηματοοικονομικά έξοδα} / \text{συνολικός δανεισμός}$$

Πίνακας 6.4-Μέσο κόστος δανεισμού

Έτη	Χρημ/κά Έξοδα	Δανειακές υποχρεώσεις	Cost of debt
2017	56.873	2.204.224,00	0,026
2018	97.633	2.674.058,00	0,037
2019	108.210	2.397.457,00	0,045
2020	133.190	3.589.249,00	0,037
2021	169.051	3.231.169,00	0,052
			0,040

Συνεπώς όπως προκύπτει από τον πίνακα παραπάνω το μέσο κόστος δανεισμού της εταιρείας είναι 4,0%.

Υπολογισμός WACC

Στη συνέχεια, θα πρέπει να υπολογίσουμε το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC) της εταιρείας το οποίο δίνεται από τον ακόλουθο τύπο:

$$WACC = \text{Cost of Equity} * (\text{Equity} / \text{Debt} + \text{Equity}) + \text{Cost of Debt} * (1-t) * (\text{Debt} / \text{Debt} + \text{Equity})$$

Για τον υπολογισμό του WACC θα πρέπει να υπολογίσουμε το ποσοστό συμμετοχής των ιδίων κεφαλαίων καθώς το ποσοστό συμμετοχής των ξένων κεφαλαίων το οποίο έχουμε ήδη βρει ότι ισούται με 0,15 ή 15%. Αυτομάτως, αυτό σημαίνει ότι το ποσοστό συμμετοχής των ιδίων κεφαλαίων το οποίο δίνεται από τον παρακάτω τύπο θα είναι ίσο με 0,85 ή 85% καθώς και τα δύο μαζί πρέπει να αθροίζονται στο 100%.

Το ποσοστό συμμετοχής των ιδίων κεφαλαίων, δίνεται από τον τύπο που ακολουθεί.

$$\text{Equity \%} = \frac{\text{Equity}}{\text{Equity} + \text{Debt}}$$

Πίνακας 6.5-Ποσοστό συμμετοχής ιδίων και ξένων κεφαλαίων

Έτη	% Ξένων Κεφαλαίων	% Ιδίων Κεφαλαίων
2017	0,135	0,845
2018	0,135	0,846
2019	0,100	0,881
2020	0,171	0,820
2021	0,154	0,838
Μέσος όρος	0,15	0,85

Επίσης, γνωρίζουμε τα ακόλουθα:

- Cost of equity = 10,74%
- Cost of debt = 4,0%
- Tax rate = 22%
- $\frac{Equity}{Equity+Debt} = 85\%$
- $\frac{Debt}{Equity+Debt} = 15\%$

Επομένως το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC) θα είναι ίσο με

$$WACC = \text{Cost of Equity} * (\text{Equity} / \text{Debt} + \text{Equity}) + \text{Cost of Debt} * (1-t) * (\text{Debt} / \text{Debt} + \text{Equity})$$

$$WACC = 10,74\% * 85\% + 4,0\% * (1-22\%) * 15\%$$

$$WACC = 9,6\%$$

Προσδιορισμός ελεύθερων ταμειακών ροών για την επιχείρηση (FCFF)

Για την πρόβλεψη των ελεύθερων ταμειακών ροών (FCFF) της εταιρείας για τα έτη 2022 – 2026 και στο διηνεκές θα χρησιμοποιήσουμε τον ακόλουθο τύπο:

$$FCFF = EBIT*(1 - t) + \text{Αποσβέσεις} - \text{Μεταβολή στο Κεφάλαιο Κίνησης} - \text{Επενδύσεις σε Πάγιο Κεφάλαιο}$$

Χρησιμοποιώντας τις υποθέσεις που κάναμε για τις εκτιμήσεις σε ότι αφορά τον

αναμενόμενο ρυθμό ανάπτυξης για τα έτη 2022-2026 και δεδομένου ότι ο φορολογικός συντελεστής αναμένεται να είναι ίδιος και χρησιμοποιώντας τον παραπάνω τύπο, λαμβάνουμε στον πίνακα που ακολουθεί τις ελεύθερες ταμειακές ροές για την ΝΕΟΓΑΛ.

Πίνακας 6.6-Ελεύθερες ταμειακές ροές για την εταιρεία

Έτη	Ρυθμός ανάπτυξης	ΚΠΤΦ	Φορολογικός Συντελεστής	Αποσβέσεις	Μεταβολή Κεφαλαίου Κίνησης	Κεφαλαιουχικές Δαπάνες	Ελεύθερες ταμειακές ροές
2021		848.336,45	22%	885.558,62		1.258.225,11	
2022	5,20%	892.449,95	22%	931.607,67	954.580,39	1.323.652,82	650.514,58
2023	1,80%	908.514,04	22%	948.376,61	347.614,12	1.347.478,57	662.223,84
2024	2,0%	926.684,33	22%	967.344,14	393.190,19	1.374.428,14	675.468,32
2025	1,60%	941.511,27	22%	982.821,64	320.843,20	1.396.418,99	686.275,81
2026	1,40%	954.692,43	22%	996.581,15	285.229,60	1.415.968,85	695.883,67

Προσδιορισμός υπολειμματικής αξίας

Η υπολειμματική αξία αντιπροσωπεύει την παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών για το έτος από το 2026 και μετά στο μοντέλο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών. Ο υπολογισμός θα γίνει με την υπόθεση που κάναμε ότι ο ρυθμός ανάπτυξης θα είναι λίγο πιο μικρός σε σύγκριση με τον αναμενόμενο του 2026 και ίσος με 1%. Η υπολειμματική αξία της επιχείρησης υπολογίζεται σύμφωνα με τον παρακάτω τύπο:

$$\text{Υπολειμματική αξία} = FCFF_{n-1} * (1 + g) / (WACC - g)$$

Όπου, $FCFF_{n-1}$ είναι η $FCFF$ του 2026, δηλαδή του τελευταίου έτους της πρώτης περιόδου που είναι

Πίνακας 6.7-Υπολογισμός υπολειμματικής αξίας

$FCFF_{n-1}$	695.883,67
WACC	9,6%
g	1%
Υπολειμματική αξία	8.172.587,33

Προσδιορισμός αξίας της ΝΕΟΓΑΛ βάσει της προεξόφλησης των ταμειακών ροών της εταιρείας (FCFF) και της υπολειμματικής αξίας

Τέλος, η αποτίμηση της αξίας της ΝΕΟΓΑΛ θα γίνει με βάση τον υπολογισμό των μελλοντικών ελεύθερων ταμειακών ροών. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι οι ελεύθερες ταμειακές ροές θα προεξοφληθούν με το WACC. Η υπολειμματική αξία θα προεξοφληθεί στο τελευταίο έτος, δηλαδή στο έτος 2026. Το άθροισμα των προεξοφλημένων ταμειακών ροών και της προεξοφλημένης υπολειμματικής αξίας θα αποτελέσει την συνολική παρούσα αξία της εταιρείας η οποία δίνεται από τον ακόλουθο τύπο:

Παρούσα αξία της εταιρείας

$$= \sum_{n=1}^5 \left(\frac{FCFF_n}{(1+WACC)^n} \right) + \text{Υπολειμματική Αξία} * \frac{1}{(1+WACC)^5}$$

Συνεπώς, από τον πίνακα που ακολουθεί προκύπτει ότι η αξία της ΝΕΟΓΑΛ είναι ίση με 7.694.205,02 ευρώ.

Πίνακας 6.8-Αξία της ΝΕΟΓΑΛ

Έτη	Ρυθμός Ανάπτυξης	FCFF	Συντελεστής Προεξόφλησης	Υπολειμματική Αξία	Παρούσα Αξία
2022	5,20%	650.514,58	0,91		593.535,20
2023	1,80%	662.223,84	0,83		551.294,56
2024	2%	675.468,32	0,76		513.066,10
2025	1,60%	686.275,81	0,69		475.616,02
2026	1,40%	695.883,67	0,63		440.031,61
Διηλεκτές	1%	702.842,51	0,58	8.172.587,33	5.120.661,53
					7.694.205,02

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7-ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

7.1 Συμπεράσματα

Όταν αναφερόμαστε στην αποτίμηση μιας εταιρείας, πρέπει να κατανοήσουμε την ίδια την λέξη σαν πρωταρχικό βήμα. Μια αποτίμηση είδαμε ότι μπορεί να οριστεί ως μια διαδικασία προσδιορισμού του ποσού ενός περιουσιακού στοιχείου της εταιρείας και αναφέρεται σαν η αξία ή η εύλογη αγοραία αξία της εταιρείας. Τόσο με βάση την βιβλιογραφική ανασκόπηση που πραγματοποιήσαμε όσο και μέσω της μελέτης περίπτωσης και συγκεκριμένα της αποτίμησης της εταιρείας ΝΕΟΓΑΛ, διαπιστώσαμε ότι η αξιολόγηση της αποτίμησης είναι απαραίτητη για πολλά μέρη όπως για τους ιδιοκτήτες, τους πιθανούς αγοραστές, τους επενδυτές και τους μετόχους. Η αποτίμηση δίνει τη δυνατότητα στα ενδιαφερόμενα μέρη να είναι σε θέση να αντιληφθούν την γραμμή της επιχείρησης σε ότι αφορά τις αποφάσεις της που σχετίζονται με την αξία της.

Μέσω της εκπόνησης της συγκεκριμένης εργασίας εκτός από τα θεωρητικά συμπεράσματα στα οποία καταλήξαμε για την αποτίμηση μιας εταιρείας και τα οποία αναφέρθηκαν προηγουμένως, καταλήξαμε και σε κάποια χρήσιμα αποτελέσματα για την εταιρεία ΝΕΟΓΑΛ. Συγκεκριμένα, διαπιστώσαμε ότι η εν λόγω εταιρεία κατέχει σημαντικό μερίδιο στην αγορά των γαλακτοκομικών προϊόντων που δραστηριοποιείται. Επιπλέον, η ανάλυση των αριθμοδεικτών έδειξε πως η εταιρεία έχει πολύ καλή ρευστότητα με τους δείκτες να σημειώνουν υψηλές τιμές σε όλη την χρονική περίοδο γεγονός που σημαίνει ότι μπορεί να καλύψει τις υποχρεώσεις της. Επίσης, οι δείκτες δραστηριότητας της εταιρείας κινήθηκαν σε πολύ καλά επίπεδα ενώ είναι αξιοσημείωτο και το γεγονός ότι την περίοδο που εξετάσαμε την εταιρεία παρά την εκδήλωση της πανδημίας δεν σημείωσε ζημίες αλλά μόνο κέρδη με τους δείκτες αποδοτικότητας να σημειώνουν θετικές τιμές.

Τέλος, για την αποτίμηση της εταιρείας χρησιμοποιήσαμε την μέθοδο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών. Αναλυτικότερα, υπολογίσαμε τις μελλοντικές ταμειακές ροές της εταιρείας σε βάθος πενταετίας και συγκεκριμένα για την περίοδο 2022-2026. Επιπλέον, λάβαμε υποθέσεις για τον ρυθμό ανάπτυξης της εταιρείας, που θεωρήσαμε ότι θα συμβαδίσει με αυτόν του ΑΕΠ της Ελλάδος. Χαρακτηριστικό είναι και το γεγονός πως μέσω της διαδικασίας της αποτίμησης, διαπιστώθηκε πως η εταιρεία

σε ότι έχει να κάνει με την κεφαλαιακή της διάρθρωση χρησιμοποιεί κυρίως ίδια κεφάλαια από ότι ξένα, με αναλογία 85% και 15% αντίστοιχα. Επίσης, η αξία της εταιρείας υπολογίστηκε σε 7.694.205,02 ευρώ ενώ φάνηκε πως η επιχείρηση έχει αρκετές προοπτικές. Ειδικότερα, η ΝΕΟΓΑΛ μπορεί να αυξήσει τις εξαγωγές της τα επόμενα χρόνια καθώς διαθέτει και την τεχνογνωσία και τους πόρους. Τέλος, είναι να σημαντικό να τονισθεί πως η ΝΕΟΓΑΛ επενδύει σε πάγιο εξοπλισμό και σε ανανεώσιμες πηγές ενέργειας.

Βιβλιογραφία

➤ Ελληνική Βιβλιογραφία

Λαζαρίδης Θ., (2005). *Αποτίμηση επιχειρήσεων, θεωρία, Μεθοδολογία, Πρακτική*. Εκδόσεις Κυριακίδης, Θεσσαλονίκη

Λαζαρίδης, Ι., Παπαδόπουλος, Δ., (2010). *Επιχειρηματική Ανάλυση και Προσδιορισμός Αξίας*. Εκδόσεις Πανεπιστημίου Μακεδονίας, Θεσσαλονίκη.

Νούλας Α., (2019). *Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Επενδυτικές και Χρηματοδοτικές Αποφάσεις*. Πανεπιστήμιο Μακεδονίας

➤ Ξένη Βιβλιογραφία

Aljifri, K. and Ahmad, H. I. (2019). *Choosing Valuation Models in the UAE*. Springer International Publishing.

Arnold, J. A. and Moizer, P. (1984) A survey of the methods used by UK investment analysts to appraise investments in ordinary shares, *Accounting and Business Research*, 14, pp. 195–207

Asquith, P., M. Mikhail and A. Au., (2005), Information content of equity analyst reports. *Journal of Financial Economics* 75, pp. 245-282

Barker, R. (1999). The role of dividends in valuation models used by analysts and fund managers. *The European Accounting Review* 8(2), pp. 195-218

Barker, R. G. (1999b). Survey and market-based evidence of industry-dependence in analysts' preferences between the dividend yield and price–earnings ratio valuation models, *Journal of Business, Finance and Accounting*, 26(3/4), pp. 393–418

Berkman, H., M.E. Bradbury and J. Ferguson (2000). The Accuracy of Price-Earnings and Discounted Cash Flow Methods of IPO Equity Valuation. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 11(2), pp. 71–83

Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation - Tools and Techniques of valuing an asset*. 3rd. edition. New Jersey: John Wiley and Sons, Inc.

Damodaran, A., (2006). *Damodaran on Valuation*. 2nd Edition Wiley, Hoboken, NJ

- Day, J.F.S. (1986). The use of annual reports by UK investment analysts. *Accounting and Business Research*, 16(4), pp. 295–307
- DeAngelo, L.E. (1990). Equity Valuation and Corporate Control. *Accounting Review*, 65(1), pp. 93–112
- DeLoof M, De Maeseneir, W. Inghelbrecht, K. (2009). How Do Investment Banks Value Initial Public Offerings (IPOs)? *Journal of Business Finance & Accounting*, 36(1) & (2), pp. 130–160.
- Demirakos, E. G., Strong, N. and Walker, M. (2004) What valuation models do analysts use?, *Accounting Horizons*, 18, pp. 221–240.
- Drake, M.S., L. Rees, and E.P. Swanson. (2009). *Trading against the prophets: Using short interest to profit from analyst recommendations*. Working paper, Texas A&M University
- Frankel, R. M., Kothari, S.P. and Weber, J P. (2006). Determinants of the informativeness of analyst research. *Journal of Accounting and Economics*, 41, pp. 29–54
- Fernandez. P. (2008). *Valuing Companies by Cash Flow Discounting: 10 Methods and 7 Theories*. University of Navarra - IESE Business School.
- Gilson, S.C., Hotchkiss, E.S., and Ruback, R.S., (2000). Valuation of bankrupt firms. Unpublished working paper. *The Review of Financial Studies*, 13, pp. 43-74
- Glaum, M. and N. Friedrich (2006). After the Bubble: Valuation of Telecommunication Companies by Financial Analysts. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 17(2), pp. 160–74
- Gleason, C.A. and W. B. Johnson, (2008). *Valuation Model Use and the Price Target Performance of Sell-Side Equity Analysts*, Working Paper Series
- Gode, D., and Ohlson, J.A., (2006). *A Unified Valuation Framework for Dividends, Free-Cash Flows, Residual Income, and Earnings Growth Based Models*. Working paper, New York University, Arizona State University
- Hermoza, R. and Molina, J. C. (2017) *Brief Considerations on Business Valuation Methods*. Universidad de Nariño.
- Imam, S., R. Barker and C. Clubb (2008). The Use of Valuation Models by UK

- Investment Analysts. *European Accounting Review*, 17(3), pp. 503–535.
- Kaplan, S.N. and R.S. Ruback (1995). The Valuation of Cash Flow Forecasts: an Empirical Analysis. *Journal of Finance*, 50(4), pp.1059–1093.
- Koller, T., Goedhart, M., and Wessels, J., (2005). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 4th edition.
- Mielcarz, P. and Mlinarič, F. (2014). The superiority of FCFF over EVA and FCFE in capital budgeting. Taylor and Francis.
- Miller, M.H., and Modigliani, F., (1961). Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares. *Journal of Business* 34, pp. 411-433.
- Penman, S.H., (2004). *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. 2nd edition. McGraw-Hill, New York, NY
- Penman, S. H. (1996). *Combining Earnings and Book Value in Equity Valuation*. University of California, Berkeley.
- Pratt, S. Grabowski, R. J. (2014). *Cost of Capital - Application and Examples*. New Jersey: John Wiley & Sons.
- Ramnath, S., Rock, S., and Shane, P. (2008). The financial analyst forecasting literature: A taxonomy with suggestions for future research. *International Journal of Forecasting*, 24, pp. 34–75
- Schreiner, A. and Spremann, K. (2007). *Multiples and Their Valuation Accuracy in European Equity Markets*, Working paper series

➤ **Ιστοσελίδες**

- Ναυτεμπορική (2021). Στο 55% η προκαταβολή φόρου και στο 22% ο συντελεστής φορολογίας. Available at: [Στο 55% η προκαταβολή φόρου και στο 22% ο συντελεστής φορολογίας \(naftemporiki.gr\)](http://www.naftemporiki.gr)
- Market Risk Premia (2022). *Market risk premium*. Available at: [GR - Market Risk Premia \(market-risk-premia.com\)](http://www.market-risk-premia.com)
- IMF, (2022). *Country news*. Available at: <https://www.imf.org/en/Countries/GRC#countrydata>

Statista, (2022). *Greece: Real gross domestic product (GDP) growth rate from 2017 to 2027*. Available at: <https://www.statista.com/statistics/263605/gross-domestic-product-gdp-growth-rate-in-greece/>


Damodaran, (2022). *Betas by sector*. Available at: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html

ΝΕΟΓΑΛ, (2021). *Ετήσιες οικονομικές καταστάσεις*. Available at: <https://neogal.gr/wp-content/uploads/2022/09/%CE%9F%CE%99%CE%9A%CE%9F%CE%9D%CE%9F%CE%9C%CE%99%CE%9A%CE%95%CE%A3-%CE%9A%CE%91%CE%A4%CE%91%CE%A3%CE%A4%CE%91%CE%A3%CE%95%CE%99%CE%A3-2021-%CE%9D%CE%95%CE%9F%CE%93%CE%91%CE%9B.pdf>

ΝΕΟΓΑΛ, (2020). *Ετήσιες οικονομικές καταστάσεις*. Available at: <https://neogal.gr/wp-content/uploads/2021/10/%CE%9F%CE%99%CE%9A%CE%9F%CE%9D%CE%9F%CE%9C%CE%99%CE%9A%CE%95%CE%A3-%CE%9A%CE%91%CE%A4%CE%91%CE%A3%CE%A4%CE%91%CE%A3%CE%95%CE%99%CE%A3-2020.pdf>

ΝΕΟΓΑΛ, (2018). *Ετήσιες οικονομικές καταστάσεις*. Available at: <https://neogal.gr/wp-content/uploads/2019/06/%CE%9F%CE%B9%CE%BA%CE%BF%CE%BD%CE%BF%CE%BC%CE%B9%CE%BA%CE%B1%CC%81-%CE%A3%CF%84%CE%BF%CE%B9%CF%87%CE%B5%CE%B9%CC%81%CE%B1-2018.pdf>

Παράρτημα

 Ίσολογισμός-Αποτίμηση χρηματοοικονομικής κατάστασηος-(Χρηματοοικονομικά στοιχεία σε κίετος κτήσης) Ποσά σε μονάδες (ή χιλιάδες μονάδων) νομίσματος παρουσίασης			
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	Σημ.	31/12/2021	31/12/2020
Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία			
Ενσώματα πάγια			
Ακίνητα	6.1	1.162.948,25	1.276.753,05
Μεγροπληρωτές εμπορεύματα	6.1	4.967.841,67	4.661.293,44
Λοοίς εμπορεύματα	6.1	516.287,12	334.336,56
Σύνολο		6.647.077,04	6.272.383,05
Άξια πάγια στοιχεία			
Λοοί τίτλοι	6.4	4.051,26	6.076,90
Σύνολο		4.051,26	6.076,90
Προκαταβολές και μη κυκλοφορούντα στοιχεία υπό κατασκευή	6.5	280.811,72	818.482,93
Χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία			
Μικροπρόθεσμες απαιτήσεις	7.1.1	12.342,98	12.342,98
Σύνολο		12.342,98	12.342,98
Αυτοπλήρωτα φίρμα	16	8,00	8,00
Σύνολο μη κυκλοφορούντων		6.943.483,00	7.109.287,86
Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία			
Αποθήματα			
Έτοιμα και ημιεργά προϊόντα		760.576,65	1.040.221,42
Εμπορεύματα		11.372,20	3.319,03
Πρώτες ύλες και διάφορα υλικά		1.522.666,30	1.461.132,24
Προκαταβολές για αποθήματα		350.396,48	253.452,09
Σύνολο		2.645.011,63	2.758.124,78
Χρηματοοικονομικά στοιχεία και προκαταβολές			
Εμπορικές απαιτήσεις	7.1.2	4.507.667,35	4.537.804,86
Διακείμενα τίτλοι κερμάτων		40.898,38	24.326,56
Λοοί απαιτήσεις	7.1.3	666.335,64	689.582,38
Λοοί χρηματοοικονομικά στοιχεία	7.1.4	9.765.098,91	8.309.273,24
Προβλεπόμενα έξοδα		34.124,11	71.764,04
Τραπεζικά διαθέσιμα και ισοδύναμα	7.1.5	4.155.056,42	2.349.724,85
Σύνολο		19.149.180,81	15.982.475,93
Σύνολο κυκλοφορούντων		21.814.192,44	18.749.689,71
Σύνολο Ενεργητικού		28.757.675,44	25.849.888,57
ΠΑΘΗΤΙΚΟ			
Καθαρή θέση			
Κενοφιχθέντα κεφάλαια			
Κεφάλαιο	8	2.087.275,20	260.909,40
Σύνολο		2.087.275,20	260.909,40
Αποθεματικά και αποτελέσματα ες νέο			
Αποθεματικά νόμων ή καταστατικού	8	4.142.288,06	4.142.288,06
Απορρόληγμα αποθεματικά	8	8.945.210,46	8.714.877,05
Αποτελέσματα ες νέο		8.926.350,13	8.101.476,56
Σύνολο		22.013.848,65	20.958.641,67
Σύνολο καθαρή θέση		24.091.123,85	21.219.551,07
Προβλέψεις			
Προβλέψεις για παρηκτές σε εργαζόμενους	9.1	203.108,76	203.596,54
Λοοί προβλέψεις			
Σύνολο		203.108,76	203.596,54
Υπερπλήρωσης			



Ισολογισμός Απορροής χρηματοοικονομικής κατάστασηος (Χρηματοοικονομική κατάσταση σε κλίμακ κτήσης)
Ποσό σε μονάδες (ή χιλιάδες ευρώ) νομίσματος παρουσίασης

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	Σχημ.	31.12.2020	31.12.2019
Μη εκκλιμακωμένα περιουσιακά στοιχεία			
Επιμόρφωτα πόδια			
Αποθήματα	6.1	1.276.753,05	1.272.587,05
Μεταβιβατέα αξιόγραφοι	6.1	4.661.293,44	3.299.232,83
Λοιπά αξιόγραφοι	6.1	334.330,56	414.048,93
Σύνολο		6.272.377,05	4.985.868,81
Λοιπά πόδια στοιχεία			
Λοιπά πόδια	6.4	6.876,90	8.102,54
Σύνολο		6.876,90	8.102,54
Προκαταβλέπεις και μη εκκλιμακωμένα στοιχεία υπό κριτική			
Χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία			
Μικροπρόθεσμοι απαιτήσεις	7.1.1	17.343,98	188.042,98
Σύνολο		17.343,98	188.042,98
Αποβλήσιμα φίδια	16	8,80	8,80
Σύνολο μη εκκλιμακωμένων		7.349.247,86	5.459.063,16
Εκκλιμακωμένα περιουσιακά στοιχεία			
Αποθήματα			
Έτοιμα και ημιέτη προϊόντα		1.040.221,42	845.995,21
Επιταγές		3.319,03	2.846,70
Πρώτες ύλες και διάφορα υλικά		1.461.132,24	1.357.121,21
Προκαταβλέπεις για αποθήματα		753.457,00	300.866,31
Σύνολο		2.758.129,69	2.515.929,43
Χρηματοοικονομικά στοιχεία και προκαταβλέπεις			
Επιταγές απαιτήσεις	7.1.2	4.537.804,86	4.758.140,78
Διακείμενα έσοδα περιόδου		24.326,56	24.358,37
Λοιπά απαιτήσεις	7.1.3	689.582,38	354.935,83
Λοιπά χρηματοοικονομικά στοιχεία	7.1.4	8.309.273,24	8.765.048,05
Προβλεπόμενα έξοδα		71.764,04	25.912,31
Τραπεζικά διαθέσιμα και αποθέματα	7.1.5	7.349.734,85	7.764.243,70
Σύνολο		15.902.475,93	15.192.653,04
Σύνολο εκκλιμακωμένων		18.748.680,71	13.708.882,47
Σύνολο Ενεργητικού		25.849.848,57	19.147.585,63
ΠΑΘΗΤΙΚΟ			
Καθαρή θέση			
Καταβλημένα κεφάλαια			
Κεφάλαια	8	260.909,40	6.174.854,38
Σύνολο		260.909,40	6.174.854,38
Αποθεματικά και αποσβέσιμα επί νόμ			
Αποθεματικά νόμου ή καταστατικού	8	4.142.288,06	1.132.175,20
Αποσβέσιμα αποθεματικά	8	8.714.877,05	8.714.877,05
Αποσβέσιμα επί νόμ		7.756.236,77	9.693.268,55
Σύνολο		20.613.401,88	19.540.320,80
Σύνολο καθαρή θέση		26.874.311,28	25.715.175,18
Προβλεπόμενα			
Προβλεπόμενα για παροχές σε εργαζομένους	9.1	548.836,33	526.259,39
Λοιπά προβλεπόμενα			
Σύνολο		548.836,33	526.259,39
Υπερκεφάλαια			
Μικροπρόθεσμοι Υπερκεφάλαια			
Δόματα	10.1.1	0,00	0,00
Λοιπά μικροπρόθεσμοι υπερκεφάλαια	10.1.2	0,00	0,00
Κρατικές απορροφίσεις	10.1.3	1.158.103,04	376.315,68
Αποβλήσιμα φίδια	16	0,00	0,00
Σύνολο		1.158.103,04	376.315,68
Βασικισθήματα Υπερκεφάλαια			



ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	Σχη.	31/12/2018	31/12/2017
Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία			
Εκπύρωτα πάγια			
Ακίνητα	6.1	1.403.997,88	1.548.667,25
Μεταφορικά μέσα	6.1	1.558.471,28	1.706.130,90
Λοιπά εξοπλιστικά	6.1	369.410,55	300.866,89
Σύνολο		3.331.879,71	3.555.665,04
Λοιπά πάγια στοιχεία			
Λοιπά έδαφη	6.4	10.128,18	12.153,82
Σύνολο		10.128,18	12.153,82
Προκαταβόλές και μη κυκλοφορούντα στοιχεία υπό κατασκευή	6.5	848.908,00	9.425,00
Χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία			
Μικροεπένδυσεις αποτίμησης	7.1.1	204.062,98	104.062,98
Σύνολο		204.062,98	104.062,98
Αποβλήσιμα φάρμακα	16	0,00	0,00
Σύνολο μη κυκλοφορούντων		4.394.970,87	3.681.306,84
Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία			
Αποθέματα			
Υπομνη και ημετέλη προϊόντα		1.811.044,88	1.755.581,42
Εμπορεύματα		3.342,28	6.395,22
Πρώτες ύλες και διάφορα υλικά		1.063.199,98	868.451,57
Προκαταβόλές για αποθέματα		298.829,53	191.285,84
Σύνολο		3.176.416,67	2.821.714,05
Χρηματοοικονομικά στοιχεία και προκαταβόλές			
Εμπορικές απαιτήσεις	7.1.2	5.622.552,52	5.644.758,59
Διατεταμένα έσοδα περιόδου		37.289,96	28.898,32
Λοιπές απαιτήσεις	7.1.3	123.027,16	128.305,48
Λοιπά χρηματοοικονομικά στοιχεία	7.1.4	8.811.477,71	9.188.694,65
Προβλεπόμενα έσοδα		27.323,05	41.050,29
Τραπεζικοί διατάγματα και υπολόγισμα	7.1.5	6.613.541,05	5.729.877,07
Σύνολο		21.235.211,45	20.761.559,40
Σύνολο κυκλοφορούντων		24.411.628,12	23.583.273,45
Σύνολο Ενεργητικού		28.806.599,99	27.264.580,29
ΠΑΘΗΤΙΚΟ			
Καθαρή θέση			
Κετοφιλόξενη κεφάλαια			
Κεφάλαιο	8	6.174.854,38	6.174.854,38
Σύνολο		6.174.854,38	6.174.854,38
Αποθεματικά και αποτελέσματα εκς νόμ			
Αποθεματικά νόμων ή καταστατικού	8	1.065.277,99	1.015.092,72
Απορρολήσιμα αποθεματικά	8	8.714.877,05	8.714.877,05
Αποτελέσματα εκς νόμ		8.423.208,49	7.139.677,45
Σύνολο		18.203.363,53	16.869.647,22
Σύνολο καθαράς θέσης		24.378.217,91	23.044.501,60
Προβόλες			
Προβόλες για παροχές σε εργαζομένους	9.1	516.000,00	516.000,00
Λοιπές προβόλες		0,00	0,00
Σύνολο		516.000,00	516.000,00
Υπερζυώσεις			