

JBR HELLAS LTD.

Business Consultants
A member of Horwath
Franchise Consulting Services
Group in association with Eversheds

31, Voukourestiou str.
106 73 Athens, Greece

Tel. +30-210-36 05 002
Fax. +30-210-36 06 935

www.jbrhellas.gr



Αποτίμηση Επιχειρήσεων

Η αποτίμηση μιας επιχείρησης είναι απαραίτητη προκειμένου να γίνει η εξαγορά εταιρικού μεριδίου ή η συγχώνευσή της με μια άλλη (Εξαγορές και Συγχωνεύσεις – Mergers & Acquisitions (M&A)). Συχνά η αποτίμηση γίνεται και για την ενημέρωση των μετόχων. Ανάλογα με τη φάση λειτουργίας και το περιβάλλον που βρίσκεται η επιχείρηση, χρησιμοποιείται και διαφορετική μέθοδος αποτίμησης.

Οι συνηθέστερα χρησιμοποιούμενες μέθοδοι για την αποτίμηση των επιχειρήσεων και οι περιπτώσεις που χρησιμοποιούνται, είναι οι εξής:

Βάσει Πρόβλεψης Ταμειακών Ροών

Η μέθοδος αυτή, που είναι η μόνη που παραδέχεται η χρηματοοικονομική επιστήμη, βασίζεται στην πρόβλεψη των μελλοντικών ταμειακών ροών της επιχείρησης και την αναγωγή αυτών σε αντίστοιχες σημερινές οικονομικές αξίες. Χρησιμοποιείται κατά κόρον όταν η εταιρεία βρίσκεται σε αναπτυξιακή πορεία και, συνεπώς, τα ιστορικά στοιχεία δεν αποτελούν βάση για το μέλλον.

Αν και το αποτέλεσμα αυτής της μεθόδου είναι ένα νούμερο (της μορφής Χ εκατομμύρια Δρχ), η ακρίβεια του απολέσματος αυτού βασίζεται σε υποθέσεις που διαμορφώνουν τις εκτιμήσεις για τις μελλοντικές ταμειακές ροές. Συνεπώς, πριν βασίσει κανείς οποιαδήποτε απόφαση σε αποτίμηση που έχει χρησιμοποιήσει τη μέθοδο αυτή, θα πρέπει να ελέγξει ενδελεχώς τις υποθέσεις που έχουν γίνει και στις οποίες έχει βασιστεί η αποτίμηση. Αναφέρουμε ενδεικτικά ορισμένες από τις παραμέτρους που πρέπει να ελεγχθούν σε μεγάλο βάθος:

- **το επιτόκιο αναγωγής** των μελλοντικών ροών σε σημερινές αξίες. Αν το επιτόκιο είναι ιδιαίτερα υψηλό, η αποτίμηση θα είναι ιδιαίτερα χαμηλή. Αν είναι



ιδιαίτερα χαμηλό, θα είναι ιδιαίτερα υψηλή. Το «σωστό» επιτόκιο αναγωγής βασίζεται στις γενικότερες συνθήκες που επικρατούν στην χρηματαγορά και την κεφαλαιαγορά, και στους κινδύνους που ενέχει η λειτουργία της επιχείρησης.

- **τις προβλέψεις εσόδων** και κατά πόσον είναι ρεαλιστικές ή όχι. Ιδιαίτερη σημασία θα πρέπει να δίνεται στο μερίδιο αγοράς που αναμένεται να κατέχει η επιχείρηση και στον αναμενόμενο ρυθμό ανάπτυξης της συνολικής αγοράς.
- **τις προβλέψεις κόστους** – ανταποκρίνονται ή όχι στις νόρμες της αγοράς; αν όχι μπορεί να δικαιολογηθεί η (συνήθως αισιόδοξη) απόκλισή τους; Βασικό σημείο ελέγχου είναι το Μικτό Κέρδος, ενώ τα Χρηματοοικονομικά Έξοδα πρέπει να ανταποκρίνονται στο ύψος του δανεισμού.
- **τις υποθέσεις ως προς τις πιστώσεις** – ο παράγοντας αυτός γίνεται ιδιαίτερα σημαντικός όταν αναφερόμαστε σε ταμειακές ροές, οι οποίες διαφέρουν σημαντικά από τα κέρδη, λόγω των πιστώσεων που δίδονται στους πελάτες ή λαμβάνονται από τους προμηθευτές. Δεν είναι λίγες οι φορές που κερδοφόρα προγράμματα αποτυγχάνουν λόγω της κακής ρευστότητάς τους: οι πιστώσεις που δίδονται (και άρα πρέπει να χρηματοδοτηθούν από τα διαθέσιμα της επιχείρησης) υπερβαίνουν κατά πολύ τις πιστώσεις που λαμβάνονται από τους προμηθευτές (και άρα χρηματοδοτούν εμμέσως την επιχείρηση). Ο παράγοντας αυτός καθίσταται ακόμα πιο σημαντικός αν αναλογιστεί κανείς, ότι το μέρος μιας επιχειρηματικής δραστηριότητας που βασίζεται σε έξοδα με μικρό περιθώριο πιστώσεων (πχ εργατικά, ενέργεια κλπ) συχνά υπερβαίνει κατά πολύ αυτό που βασίζεται σε προμηθευτές α΄υλών από τους οποίους λαμβάνονται πιστώσεις 3 ή 6 μήνες.
- **το επενδυτικό πρόγραμμα** της επιχείρησης και η χρηματοδότησή του. Στην νάλυση των παραγόντων αυτών θα πρέπει να δοθεί ιδιαίτερη σημασία στο κόστος – περιλαμβανομένου του χρηματοοικονομικού – της κατασκευαστικής περιόδου που θα πρέπει και αυτό να χρηματοδοτηθεί πριν αρχίσει να αποδίδει η επένδυση.



Βάσει Δεικτών Αγοράς

Η μέθοδος αυτή βασίζεται στη χρήση δεικτών (benchmark ratios), που εφαρμόζονται σε μεμονωμένα οικονομικά μεγέθη του ισολογισμού και των αποτελεσμάτων, προκειμένου να αποτιμηθεί η αξία μιας επιχείρησης. Έτσι, για παράδειγμα, συχνά ακούμε πως η Χ εταιρία αξίζει 15 φορές τα κέρδη της ή 2 φορές το τζίρο της. Όπως φαίνεται και από το παράδειγμα μπορούν να χρησιμοποιηθούν διάφοροι δείκτες.

Η μέθοδος αυτή είναι προσεγγιστική και λειτουργεί καλύτερα όταν υπάρχει αγορά για την αποτίμηση των επιχειρήσεων. Μια τέτοια αγορά είναι το Χρηματιστήριο που, εφόσον η λειτουργία του είναι σωστή, αποτιμά τις επιχειρήσεις στην πραγματική τους αξία. Με το σκεπτικό αυτό, ο λόγος τιμής / κερδών (price/earnings (P/E) ratio) μιας μετοχής μπορεί να εφαρμοστεί και σε μια ομοειδή που πρόκειται να εισέλθει στο χρηματιστήριο.

Στις περιπτώσεις σωστής λειτουργίας του Χρηματιστηρίου – και κατ' επέκταση της εφαρμογής των δεικτών γενικότερα – μπορεί να αποδειχθεί ότι η εφαρμογή των δεικτών αποφέρει αποτελέσματα παρόμοια με αυτά της πρόβλεψης ταμειακών ροών. Ο λόγος είναι ότι στις περιπτώσεις αυτές, η αγορά έχει αφομοιώσει τους περίπλοκους υπολογισμούς που απαιτεί η μέθοδος των προβλέψεων ταμειακών ροών και τους έχει αποτυπώσει σε έναν δείκτη. Είναι προφανές ότι για να έχει επιτευχθεί κάτι τέτοιο πρέπει, κατ' αρχήν, να υπάρχει αγορά και, δεύτερον, να λειτουργεί ορθολογικά. Με άλλα λόγια η χρήση δεικτών βασισμένη σε αποσπασματικά και ανεκδοτολογικά στοιχεία από παρεμφερείς αλλά ανόμοιες περιπτώσεις είναι βέβαιο ότι θα οδηγήσει σε λάθος αποτίμηση.

Βάσει Περιουσιακών Στοιχείων

Διακρίνουμε 2 περιπτώσεις:

- τον προσδιορισμό της καθαρής θέσης

Η μέθοδος αυτή προσδιορίζει την αξία της επιχείρησης σε μια δεδομένη στιγμή, όπως αυτή φαίνεται από τα λογιστικά της βιβλία. Η καθαρή θέση της επιχείρησης βασίζεται στην αποτίμηση:



- των μη αποσβεσμένων παγίων περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης

συν

- των βραχυπρόθεσμων απαιτήσεων της επιχείρησης

μείον

- των βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων της επιχείρησης.

Είναι, δηλαδή, η φωτογραφική απεικόνιση του τι θα έμενε για τους μετόχους σε περίπτωση που μπορούσαν αστραπιαία να ρευστοποιήσουν όλα τα περιουσιακά τους στοιχεία (πάγια και βραχυπρόθεσμα) και να εξοφλήσουν όλες τους τις υποχρεώσεις (βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες).

Η μέθοδος αυτή χρησιμοποιείται ως υποβοηθητική, για τον προσδιορισμό της ελάχιστης αξίας των εταιρικών μεριδίων, και για το λόγο αυτό λέγεται και «καθαρή θέση».

➤ την αξία των περιουσιακών στοιχείων σε περίπτωση ρευστοποίησης

Όλες οι προαναφερθείσες μέθοδοι προϋποθέτουν ότι η επιχείρηση βρίσκεται και θα συνεχίσει να βρίσκεται σε λειτουργία. Τίποτα από τα παραπάνω δεν ισχύει αν η επιχείρηση παύει τη λειτουργία της. Στην περίπτωση αυτή η αξία της εταιρείας προκύπτει από:

- τη ρευστοποίηση των περιουσιακών της στοιχείων

- την είσπραξη των απαιτήσεων της

- την εξόφληση των υποχρεώσεων της

Συγκρίνοντας τη μέθοδο αυτή με αυτήν της αποτίμησης της καθαρής θέσης, παρατηρούμε ότι φαινομενικά δείχνουν να καταλήγουν στο ίδιο συμπέρασμα. Πλην όμως, κατά πάσα πιθανότητα:

- η ρευστοποίηση των περιουσιακών στοιχείων θα αποφέρει ποσό διάφορο αυτού της αναπόσβεστης αξίας των παγίων

- η είσπραξη των απαιτήσεων είναι μια επίπονη και αμφίβολη διαδικασία για εταιρεία που παύει τη λειτουργία της



- ο συνηθέστερος λόγος που μια εταιρεία οδηγείται στην παύση λειτουργίας είναι η αδυναμία εξόφλησης των υποχρεώσεων της.

και άρα οι 2 αυτές μέθοδοι, στην πράξη, διαφέρουν σημαντικά εις βάρος αυτής της περίπτωσης ρευστοποίησης.

Καταλήγοντας, θα πρέπει να επισημάνουμε ότι σε οποιαδήποτε απόφαση θα πρέπει να συνυπολογιστούν και ορισμένοι άυλοι παράγοντες, όπως:

- το ποσοστό ελέγχου που αποκτάει κανείς εξαγοράζοντας μέρος μιας επιχείρησης,
- η ποιότητα της διοίκησης και του εργατικού δυναμικού της επιχείρησης,
- ο τόπος λειτουργίας της και αναμενόμενες αλλαγές που οφείλονται σε δημιουργία νέας υποδομής σε δρόμους, αεροδρόμια κλπ,
- η νομοθεσία και οι αναμενόμενες αλλαγές και πώς μπορούν να επηρεάσουν,
- η διασπορά της πελατείας και η επακόλουθη σταθερότητα / προβλεψιμότητα των οικονομικών ροών,
- η θέση που κατέχει η εταιρεία στην αγορά και η δυνατότητά της να την διατηρήσει,
- οι επιπτώσεις από αναμενόμενες αλλαγές στην τεχνολογία.