
**ΜΕΘΟΔΟΙ
ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΕΤΑΙΡΙΩΝ
στην ΕΠΟΧΗ της
«ΝΕΑΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ»**

Με την ευγενική χορηγία



Παλαιές & Νέες Μέθοδοι Αποτίμησης
Πλεονεκτήματα & Μειονεκτήματα

Χορηγοί Ακαδημαϊκής Έρευνας & Ανάλυσης

Αγορών Χρεογράφων

της “**Valuation & Research Specialists**”

και του “**Investment Research & Analysis Journal**”

ΟΜΙΛΟΣ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΓΕΡΜΑΝΟΣ



Valuation &
Research
Specialists



Ο Οίκος Έρευνας & Ανάλυσης “VRS” δραστηριοποιείται στην παροχή εξειδικευμένων χρηματοοικονομικών υπηρεσιών σε εταιρικούς πελάτες υψηλών προδιαγραφών που δραστηριοποιούνται σήμερα στην εγχώρια και τη διεθνή κεφαλαιαγορά.

Κύρια αποστολή του είναι η προσφορά υψηλού επιπέδου έρευνας, ανάλυσης και αποτίμησης εταιριών, μέσω της συστηματικής παρακολούθησης και μελέτης όλων των χρηματοοικονομικών εξελίξεων στις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίου. Οι συντελεστές του οίκου “VRS” διαθέτουν πολυετή εμπειρία στο χώρο της εγχώριας και διεθνούς οικονομίας καθώς και σε πεδία έρευνας και ανάλυσης των κεφαλαιαγορών, με παράλληλη εξειδίκευση στους τομείς της ανάλυσης και αποτίμησης εισηγμένων και μη εταιριών.

Μέθοδοι Αποτίμησης Εταιριών στην Εποχή της «Νέας Οικονομίας» Παλαιές και Νέες Μέθοδοι



Νικόλαος Ηρ. Γεωργιάδης (*)

Τα τελευταία χρόνια έχει δημιουργηθεί μία έντονη φιλολογία γύρω από την καταλληλότητα των συμβατικών μεθόδων αποτίμησης εταιριών στη λεγόμενη «Εποχή της Νέας Οικονομίας». Τόσο τα μέλη της διεθνούς ακαδημαϊκής κοινότητας, όσο και οι επαγγελματίες εκτιμητές αρχίζουν με εντονότερο τρόπο να περιγράφουν τους περιορισμούς που θέτουν οι συμβατικές μέθοδοι αποτίμησης - π.χ. η μέθοδος της προεξόφλησης των ελεύθερων ταμειακών ροών (DCF) με τη χρήση του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου (WACC), η μέθοδος των πολλαπλασιαστών, κ.λ.π. - στο σύγχρονο χρηματοοικονομικό περιβάλλον. Στο πλαίσιο αυτό, της μερικής αμφισβήτησης των παλαιότερων συμβατικών μεθόδων, αναδύονται προτάσεις γύρω από τη χρήση τροποποιημένων ή νέων μεθόδων αποτίμησης, όπως Adjusted Present Value, Options, Equity Cash Flow, κ.λ.π., οι οποίες κρίνονται, υπό προϋποθέσεις, ως καταλληλότερες για την αποτίμηση επιχειρηματικών δραστηριοτήτων, επενδυτικών ευκαιριών, δικαιωμάτων ιδιοκτησίας, κ.λ.π..

Για παράδειγμα, η αποτίμηση των εταιριών του διαδικτύου και της υψηλής τεχνολογίας αποτελεί μέχρι σήμερα ένα ιδιαίτερα «δύσβατο» πεδίο έρευνας, στην προσπάθεια των ανά τον κόσμο εκτιμητών να εξάγουν μία κοινώς αποδεκτή μέθοδο αποτίμησης, η οποία θα μπορεί να αποτυπώνει περισσότερο τις προοπτικές, και λιγότερο τα θεμελιώδη μεγέθη, εταιριών με άκρως δυναμικούς ρυθμούς ανάπτυξης σε διαρκώς μεταβαλλόμενους κλάδους δραστηριοποίησης.

Η παρούσα μελέτη έχει ως σκοπό τη συνοπτική καταγραφή των μέχρι σήμερα μεθόδων αποτίμησης που χρησιμοποιούνται στη διεθνή πρακτική και έχουν αναπτυχθεί σε ακαδημαϊκό επίπεδο ή στα πλαίσια της λειτουργίας των κεφαλαιαγορών, την ανάλυση των πλεονεκτημάτων και των μειονεκτημάτων αυτών των μεθόδων, καθώς και την ανάδειξη των καταλληλότερων μεθόδων που πρέπει να χρησιμοποιούνται στη σημερινή «Εποχή της Νέας Οικονομίας» για την αποτίμηση των επιχειρήσεων.

**Παλαιότερες, Νέες και Υπό Ανάπτυξη Μέθοδοι Αποτίμησης Εταιριών
Επισκόπηση Ακαδημαϊκής Βιβλιογραφίας και Επιστημονικής Αρθρογραφίας**

Προεξόφληση Ελεύθερων Ταμειακών Ροών (Discounted Cash Flow): Η εν λόγω μέθοδος «αναδύθηκε» για πρώτη φορά στη δεκαετία του 1970 και θεωρήθηκε τότε η καλύτερη μέθοδος για την αποτίμηση εταιριών. Από τις αρκετές εκδοχές της εν λόγω μεθόδου που παρουσιάστηκαν, η πιο διαδεδομένη έγινε εκείνη με τη χρήση του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου (WACC). Οι ακαδημαϊκοί αλλά και οι επαγγελματίες εκτιμητές υποστηρίζουν σήμερα, ότι η χρήση του WACC είναι ανεπαρκής, καθώς υπάρχουν ανώτερα εργαλεία αποτίμησης, προσαρμοσμένα στις νέες ανάγκες του διεθνούς χρηματοοικονομικού περιβάλλοντος.

Προεξόφληση Μελλοντικών Μερισμάτων (Dividend Discount Model): Με τη μέθοδο αυτή, η αξία μιας επιχείρησης ισούται με την παρούσα αξία των μελλοντικών μερισμάτων που είναι σε θέση να δημιουργήσει η εν λόγω επιχείρηση, τόσο στο κοντινό προβλεπόμενο μέλλον, όσο και στο διηνεκές. Στο εν λόγω μοντέλο, οι κρίσιμες υποθέσεις σχετίζονται με το ύψος της μερισματικής πολιτικής, καθώς και με το ρυθμό ανάπτυξης των μερισμάτων. Ο υπολογισμός του επιτοκίου προεξόφλησης αποτελεί επίσης μία «ευαίσθητη» διαδικασία.

Sum of the Parts Valuation: Το άθροισμα των διαφορετικών μερών συνίσταται στην αποτίμηση της έκαστης δραστηριότητας ή επιχειρηματικής μονάδας που αποτελούν μία διαφοροποιημένη σε δραστηριότητες εταιρική οντότητα ή όμιλο εταιριών. Η αποτίμηση του καθενός μέρους δύναται να γίνει με διάφορες μεθόδους όπως την προεξόφληση των ελεύθερων ταμειακών ροών, τη μέθοδο των πολλαπλασιαστών, κ.λ.π..

Capital Cash Flow Method: Η μέθοδος αυτή χρησιμοποιεί τις ταμειακές ροές που περιλαμβάνουν πιθανές φορολογικές ωφέλειες από την πληρωμή τόκων (interest tax shields). Για παράδειγμα, σε μία εταιρία που απασχολεί ίδια αλλά και ξένα κεφάλαια, η κεφαλαιακή ταμειακή ροή ισούται με καθαρά κέρδη πλέον αποσβέσεις, μείον κεφαλαιουχικές δαπάνες, μείον κεφάλαιο κίνησης πλέον τους τόκους που πληρώνονται τοις μετρητοίς στους κατόχους ομολόγων που έχει εκδώσει η εν λόγω εταιρία. Η πληρωμή των τόκων εκπίπτει από το φορολογητέο εισόδημα, με αποτέλεσμα η εκάστοτε εταιρία να πληρώνει χαμηλότερους φόρους και να ενισχύει τις ταμειακές ροές της.

Αποτίμηση βάσει Πολλαπλασιαστών (Comparable Companies): Η χρήση των πολλαπλασιαστών κερδών ή/και ιδίων κεφαλαίων αποτελεί μια διαδεδομένη πλην όμως απλουστευμένη οδό στο εγχείρημα της εταιρικής αποτίμησης. Η αξία της επιχείρησης δύναται να προκύψει βάσει των αντίστοιχων πολλαπλασιαστών που επικρατούν στον κλάδο δραστηριότητας της υπό εξέταση επιχείρησης ή σε μία συγκρίσιμη ομάδα εταιριών (peer group), και εδώ κρίσιμα θέματα είναι η αξιοπιστία των εν λόγω κλαδικών δεικτών, αλλά και η ποιότητα των κερδών ή/και των ιδίων κεφαλαίων της υπό εξέταση εταιρίας, επάνω στα οποία θα βασισθεί η εξαγωγή της αποτίμησης. Επίσης ιδιαίτερη αναφορά γίνεται στο λεγόμενο “Law of One Price”.

Adjusted Present Value: Πρόκειται για τη σύγχρονη εκδοχή της μεθόδου DCF, όπου το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC) αντικαθίσταται από τη χρήση της αναπροσαρμοσμένης παρούσας αξίας (APV). Θεωρείται περισσότερο ως περισσότερο αξιόπιστη προσέγγιση για την αποτίμηση επιχειρηματικών τομέων και αυτόνομων στοιχείων ενεργητικού.

Αποτίμηση Στοιχείων Ενεργητικού (Αποθεμάτων): Στην περίπτωση των αποθεμάτων, η αποτίμηση αρχίζει με την ανάλυση του εν λόγω στοιχείου του ενεργητικού και στη συνέχεια εξετάζεται η πολιτική αποθεμάτων της εταιρίας, καθώς και η μεθοδολογία που χρησιμοποιείται για την αποτίμησή τους.

Economic Value Added (EVA): Η προστιθέμενη αξία για μια επιχείρηση έγκειται στη δημιουργία αποδόσεων κεφαλαίου υψηλότερων από το κόστος που καταβάλλεται για τη χρήση των εν λόγω κεφαλαίων. Βάσει αυτής της σχέσης, η επιχείρηση δύναται να «τεκμηριώνει» μία ανώτερη ή χαμηλότερη αποτίμηση.

Required Yield Theory: Η εν λόγω μέθοδος αποτιμά όλες τις κατηγορίες των περιουσιακών στοιχείων (εταιριών, μετοχών, κ.λ.π.) με βάση την ανάπτυξη του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος (Α.Ε.Π.). Στη μεθοδολογία αυτή, χρησιμοποιείται η μέση ετήσια ανάπτυξη του Α.Ε.Π. μιας ανεπτυγμένης οικονομίας, η οποία θεωρείται ως σταθερή ή διατηρήσιμη σε μακροχρόνιο ορίζοντα, και ο οποίος ρυθμός ανάπτυξης ισοδυναμεί με την ελάχιστη δυνατή απόδοση που «παράγει» το προς αποτίμηση περιουσιακό στοιχείο.

Αποτίμηση με τη Μέθοδο Black-Scholes: Αποτελεί ιδιαίτερα δημοφιλή μέθοδο για την αποτίμηση μιας μετοχής, καθώς και των μεταβλητών που σχετίζονται με την αξία της μετοχής στο μέλλον. Τα κύρια χαρακτηριστικά αυτού του μοντέλου συνδέονται με την τιμή και τη μεταβλητότητα της τιμής του υποκείμενου τίτλου (π.χ. μετοχής), αλλά και με την επιθυμητή απόδοση, κάτω από την υπόθεση ότι η διαπραγμάτευση του υποκείμενου στοιχείου, μαζί με τη δυνατότητα εξάσκησης του δικαιώματος, είναι συνεχής και δεν έχει περιορισμούς.

Αποτίμηση με τη Χρήση των Real Options: Η μεθοδολογία αυτή περιλαμβάνει την πρόβλεψη των αποδόσεων του υποκείμενου στοιχείου (επιχείρησης, στοιχείου ενεργητικού, κ.λ.π.), προβαίνοντας στην υπόθεση ότι η αξία του εν λόγω στοιχείου συνδέεται ή εξαρτάται από τη διαχείριση των διαφόρων επιλογών που υπάρχουν διαθέσιμες σχετικά με τη χρήση και τη λειτουργία του.

(*) Υπεύθυνος Ανάλυσης Αγοράς & Μετοχών
“VALUATION & RESEARCH SPECIALISTS”

Value Invest - www.valueinvest.gr
Investment Research & Analysis Journal - www.iraj.gr

ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ

Ειδική Ανακοίνωση προς Όλα τα Ενδιαφερόμενα Μέρη

Η πληροφόρηση που περιέχεται στο δικτυακό τόπο www.iraj.gr (Investment Research and Analysis Journal ή IRAJ) και στην παρούσα ανάλυση (ή γενικά παρουσίαση) βασίζεται σε ευρέως δημοσιοποιημένα στοιχεία, στατιστικές βάσεις δεδομένων, ετήσιους απολογισμούς, ενημερωτικά δελτία, επίσημες ανακοινώσεις και άλλες εξειδικευμένες πηγές πρωτογενούς ή δευτερογενούς έρευνας, οι οποίες κατά την άποψη των εκπροσώπων του δικτυακού τόπου είναι έγκυρες, αξιόπιστες και οι κατά το δυνατόν αντιπροσωπευτικότερες του προς εξέταση αντικειμένου. Το IRAJ δεν έχει προβεί σε πρωτογενή ή εμπειριστατωμένο έλεγχο του συνόλου των αναγραφόμενων πληροφοριών / στοιχείων και κατά συνέπεια δεν εγγυάται με απόλυτο τρόπο την ποιοτική και ποσοτική ακρίβεια των δεδομένων και απόψεων που εμπεριέχονται σε αυτήν. Η πληροφόρηση και οι απόψεις που παρουσιάζονται, υφίστανται κατά τη χρονική στιγμή της εκπόνησης της ανάλυσης, αποτελούν προϊόν συνθετικής και κριτικής μεθόδου, και ενδέχεται να μεταβληθούν μετά τη συγκεκριμένη ημερομηνία χωρίς καμία ειδοποίηση από μέρους του IRAJ προς τα ενδιαφερόμενα μέρη. Παράλληλα, είναι πιθανόν, οι απόψεις που βασίζονται σε διαφορετική μεθοδολογία ανάλυσης (θεμελιώδη, τεχνική ή στατιστική ανάλυση) αλλά και σε διαφορετική θεώρηση να μην βρίσκονται, κατά αναγκαίο τρόπο, σε απόλυτη αρμονία μεταξύ τους και ως εκ τούτου τα εξαγόμενα δεδομένα / συμπεράσματα ανάλογα με τα χρησιμοποιηθέντα κριτήρια να δίστανται ή να διαφοροποιούνται. Οι αγορές μετοχών, χρήματος και εμπορευμάτων χαρακτηρίζονται παραδοσιακά από υψηλό βαθμό μεταβλητότητας (volatility), με αποτέλεσμα να καθίσταται κατά καιρούς ιδιαίτερος δύσκολη η απόπειρα πρόβλεψης των μελλοντικών τάσεων. Παράμετροι, όπως οι εταιρικές εξελίξεις, οι μακροοικονομικές και μικροοικονομικές ισορροπίες, οι κλιματολογικές συνθήκες, το επίπεδο των αποθεμάτων και η εν γένει προσφορά και ζήτηση των προς διαπραγμάτευση χρεογράφων παρουσιάζουν ταχείς ρυθμούς αλλαγών ως προς την πληροφόρηση που διαχέεται στην επενδυτική κοινότητα και κατά συνέπεια οι εναλλαγές των προσδοκιών οδηγούν με τακτικό και συνήθως απρόβλεπτο τρόπο σε μικρές ή μεγάλες διακυμάνσεις των τιμών.

Οι προβλέψεις που αναφέρονται στις αναλύσεις του δικτυακού τόπου www.iraj.gr δύνανται να αποτελούν ένα μόνο από τα πολλά υπονήφια / πιθανά σενάρια μελλοντικών εξελίξεων, ανάλογα με τις διαφορετικές κάθε φορά υποθέσεις που λαμβάνονται υπόψη για την εξαγωγή τους. Επίσης δύνανται να εκφράζονται ως προσωπικές απόψεις των συγγραφέων και όχι κατ' αναγκαίο τρόπο ως βασικές θέσεις που εκπροσωπούν το δικτυακό τόπο IRAJ σε ευρύτερη διάσταση. Όλες οι απόψεις οι οποίες βασίζονται σε προβλέψεις μεγεθών χρηματοοικονομικής φύσεως υπόκεινται σε σημαντικούς κινδύνους και αβεβαιότητες ως προς την τελική υλοποίησή τους, με αποτέλεσμα να απαιτείται εξαιρετική προσοχή στη χρήση αυτών των προβλέψεων ως κριτήρια επενδυτικής συμπεριφοράς.

Οι μελέτες και οι αναλύσεις του δικτυακού τόπου www.iraj.gr (Investment Research and Analysis Journal ή IRAJ) δεν αποτελούν προτροπή για την αγορά, πώληση ή διακράτηση αξιών και εκπονούνται με κύριο αλλά όχι αποκλειστικό σκοπό την ενημέρωση των επενδυτών. Τόσο ο κάτοχος όσο και οι συντελεστές του δικτυακού τόπου www.iraj.gr δεν καθίστανται σε καμία περίπτωση υπεύθυνοι για πάσης φύσεως ζημίες, οφέλη ή διαφυγόντα κέρδη, που προέκυψαν από επενδυτικές επιλογές, οι οποίες βασίσθηκαν στα συμπεράσματα ή τα αποτελέσματα των αναλύσεων που δημοσιεύθηκαν. Απαγορεύεται ρητώς η αναπαραγωγή, χρησιμοποίηση και διανομή του εν λόγω προϊόντος χωρίς την έγγραφη άδεια του IRAJ και των εκπροσώπων του.
