



Ακαδημαϊκό έτος 2014-2015

Χειμερινό Εξάμηνο

ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΚΑΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

Γ. Κουρέτας

Επιστημονικός Συνεργάτης: Δρ. Α. Βόλης

Διάλεξη 3^η – 4^η

Υποδείγματα Αποτίμησης Μετοχών

1. Εισαγωγικοί Προσδιορισμοί
2. Υποδείγματα αποτίμησης με βάση τη Θεμελιώση Ανάλυση
 1. Αποτίμηση Μετοχών με βάση τα Απόλυτα Μοντέλα
 2. Αποτίμηση Μετοχών με βάση τα Σχετικά Μοντέλα
3. Υποδείγματα μετοχών με βάση τους Δείκτες Μετοχικής Αξιολόγησης
4. Case Studies

1. ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ

!.Χαρακτηριστικά και Κατηγορίες Μετοχών.

Οι μετοχές είναι τίτλοι Ιδιοκτησίας.

- Το Μετοχικό Κεφάλαιο της κάθε εταιρίας αποτελείται από συγκεκριμένο αριθμό μετοχών με συγκεκριμένη Ονομαστική Αξία.
- Ο κάτοχος μιας μετοχής έχει συμμετοχή στα κέρδη (εφόσον υπάρχουν) κατ' αναλογία στο ποσοστό των μετοχών που κατέχει.
- Η κατοχή μετοχών, συνεπάγεται και δικαίωμα ψήφου στα όργανα Λήψης Αποφάσεων της επιχείρησης.
- Οι μετοχές μπορεί να είναι **Ονομαστικές** (Ιδιοκτήτης είναι συγκεκριμένο Νομικό ή Φύσικο Πρόσωπο) είτε **Ανώνυμες** (ιδιοκτήτης είναι αυτός που φέρει την μετοχή)

Διάκριση Μεταξύ Κοινών και Προνομιούχων Μετοχών.

- Οι *κοινές μετοχές* δικαιούνται κέρδη μόνο εφόσον η Διοίκηση της Επιχείρησης έχει αποφασίσει να διανεμηθούν. Αντίθετα οι *προνομιούχες μετοχές* δικαιούνται κάθε χρόνο ένα σταθερό ποσό μερίσματος.
- Σε περίπτωση που η επιχείρηση αποφασίσει να μην διανείμει μέρισμα στους κατόχους των προνομιούχων μετοχών σε μία χρονική περίοδο, υποχρεούται στην καταβολή σωρευτικού μερίσματος σε επόμενη χρονική περίοδο.
- Γενικά οι κάτοχοι προνομιούχων μετοχών προηγούνται των κοινών μετοχών στην διανομή μερίσματος ή σε περίπτωση ρευστοποίησης περιουσιακών στοιχείων.
- Συνήθως οι κάτοχοι προνομιούχων μετοχών δεν έχουν δικαίωμα ψήφου στα όργανα Λήψης Αποφάσεων (χωρίς αυτό να σημαίνει ότι δεν μπορούν να υπάρχουν και προνομιούχες μετοχές με δικαίωμα ψήφου).

Διάκριση Μεταξύ Ονομαστικών και Ανώνυμων Μετοχών.

- Οι *ονομαστικές μετοχές* είναι οι μετοχές οι οποίες αναγράφουν πάνω τους το όνομα και τα στοιχεία του κατόχου, τα οποία καταχωρίζονται και στο Μητρώο των Μετόχων. Εφόσον προβλέπεται από το καταστατικό της, οποιαδήποτε εταιρία μπορεί να εκδόσει ονομαστικές μετοχές.
- Οι *ανώνυμες μετοχές* είναι οι μετοχές οι οποίες δεν αναγράφουν πάνω τους το όνομα και τα στοιχεία του κατόχου, ενώ η μεταβίβασή τους γίνεται με απλή παράδοση (παλαιά ονομασία: μετοχές στον κομιστή).
- Η πλειοψηφία των εταιριών που είναι εισηγμένες σε Χρηματιστηριακές Αγορές εκδίδουν ανώνυμες μετοχές.

1. ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ

Τιμές Αναφοράς Μετοχής.

Ονομαστική Αξία (Τιμή) Μετοχής (Nominal Value). Είναι η Τιμή της Μετοχής που προκύπτει εάν διαιρέσουμε το Μετοχικό (ή Καταβεβλημένο) Κεφάλαιο μίας επιχείρησης με τον συνολικό αριθμό μετοχών.

Λογιστική Αξία (Τιμή) Μετοχής (Equity ή Accounting Value). Είναι η Τιμή της Μετοχής που προκύπτει εάν διαιρέσουμε την Καθαρή Θέση της επιχείρησης (Ιδια Κεφάλαια) με το συνολικό αριθμό μετοχών (μπορεί να είναι μεγαλύτερη, μικρότερη ή ίση της Ονομαστικής Αξίας)

Αγοραία Αξία ή Χρηματιστηριακή (Τιμή) Μετοχής (Market Value). Αντιπροσωπεύει την Αξία της Επιχείρησης σε κάθε χρονική στιγμή. Ουσιαστικά είναι το τίμημα που κάποιος είναι διατεθειμένος να καταβάλει για την απόκτηση ποσοστών Ιδιοκτησίας σε μία εταιρία. Η Αγοραία Αξία στις περισσότερες περιπτώσεις διαφέρει σημαντικά τόσο από την Λογιστική αλλά κυρίως από την Ονομαστική Αξία της Μετοχής.

Επίσης, στην περίπτωση που μία εταιρία εκδίδει προς διάθεση νέες μετοχές, η τιμή έκδοσης ονομάζεται:

- 1.Τιμή έκδοσης στο άρτιο:** όταν η τιμή διάθεσης των μετοχών είναι ίση με την ονομαστική αξία της μετοχής
- 2.Τιμή έκδοσης υπέρ το άρτιο:** όταν η τιμή διάθεσης των μετοχών είναι μεγαλύτερη από την ονομαστική αξία της μετοχής
- 3.Τιμή έκδοσης υπό το άρτιο:** όταν η τιμή διάθεσης των μετοχών είναι χαμηλότερη από την ονομαστική αξία της μετοχής

Παράδειγμα 1. Το Μετοχικό Κεφάλαιο της κατασκευαστικής εταιρίας ΠΗΓΑΣΟΣ ΑΤΕ. Ανέρχεται σε 2.000.000 € αποτελούμενο από 100.000 κοινές μετοχές. Η Καθαρή Θέση της Επιχείρησης είναι 4.000.000 €, ενώ η Χρηματιστηριακή Αξία της Έταιρείας προσδιορίζεται σε 7.000.000 €.

- Αγοραία ή Χρηματιστηριακή Τιμή Μετοχής -> $7.000.000 / 100,000 = 70 \text{ €}$
- Ονομαστική Τιμή Μετοχής -> $2.000.000 / 100.000 = 20 \text{ €}$
- Λογιστική Αξία Μετοχής -> $4.000.000 / 100.000 = 40 \text{ €}$

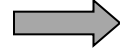
Πρωτογενείς – Δευτερογενείς αγορές.

- **Πρωτογενείς** είναι οι αγορές που αφορούν την έκδοση νέων μετοχών (οι οποίες κατά κανόνα προκύπτουν είτε από αύξηση του μετοχικού Κεφαλαίου, είτε από διανομή stock bonus), ενώ οι μετοχές προσφέρονται από την ίδια την εταιρία.
- **Δευτερογενείς** είναι οι αγορές που αφορούν τη διαπραγμάτευση υπαρχόντων μετοχών, χωρίς να επηρεάζεται το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας, ενώ οι μετοχές προσφέρονται από τους υπάρχοντες μετόχους.

1. ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ

2. Χρήσιμη Χρηματιστηριακή Ορολογία

Οικονομικά Στοιχεία	ποσά σε Euro
Ίδια Κεφάλαια	12.000.000
Καθαρά Κέρδη	800.000
Παρακρατηθέντα Κέρδη	500.000
Μέρισμα	300.000
Αριθμός Μετοχών	500.000
Χρηματιστηριακή Τιμή Μετοχής	3



Κέρδη Ανά Μετοχή (Κ.Α.Μ.)	$800.000/500.000=$	1,60
Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων	$800.000/12.000.000=$	0,07
Μέρισμα ανά Μετοχή (Μ.Α.Μ.)	$300.000/500.000=$	0,60
Μερισματική Απόδοση	$0,60/3=$	0,20
Ποσοστό Διανομής Κερδών	$300.000/800.000=$	0,38
Ποσοστό Παρακράτησης Κερδών	$500.000/800.000=$	0,62

Εμπορευσιμότητα Μετοχών. Είναι ένας Δείκτης μέτρησης της συχνότητας διακίνησης μετοχών (αγοραπωλήσιες μέσω του Χρηματιστηρίου) και υπολογίζεται διαιρώντας τον αριθμό των μετοχών που διακινήθηκαν εντός συγκεκριμένης χρονικής περιόδου προς το συνολικό αριθμό μετοχών της εταιρίας. Στο παραπάνω παράδειγμα εάν σε χρονική διάρκεια μίας εβδομάδος διακινήθηκαν 40,000 μετοχές ο Δείκτης Εμπορευσιμότητας είναι : $40.000 / 500.000 = 0,08$ ή **8%** -

Αξία Συναλλαγών. Είναι ένας Δείκτης μέτρησης της αξίας των συναλλαγών των μετοχών (αγοραπωλήσιες μέσω του Χρηματιστηρίου) και υπολογίζεται πολλαπλασιάζοντας τον αριθμό των μετοχών που διακινήθηκαν σε συγκεκριμένη χρονική περίοδο, με τη μέση τιμή συναλλαγής για την υπό εξέταση περίοδο.

Margin Trading. Είναι η διαδικασία στην οποία οι επενδυτές μπορούν να αγοράσουν μετοχές με 'περιθώριο' (πίστωση). Με τον όρο Margin εννοούμε το ποσό που ο επενδυτής καλείται να πληρώσει πχ το 10% της συνολικής αξίας των μετοχών. Το υπόλοιπο αναγκαίο ποσό ο επενδυτής ουσιαστικά το δανείζεται από την τράπεζα (διαμέσω της χρηματιστηριακής με την οποία ανοίγει τη συγκεκριμένη θέση) και καλείται να καλύψει και το σχετικό κόστος δανεισμού

Short Selling. Είναι η περίπτωση στην οποία ο επενδυτής πρώτα πουλά τις μετοχές, και μετά τις αγοράζει (αντίθετα με την κοινή χρηματιστηριακή λογική αγοράς και πώλησης μετοχών). Σε μία τέτοια περίπτωση, ο επενδυτής προσπαθεί να επωφεληθεί μίας πτώσης της τιμής της μετοχής, οπότε δανείζεται τις μετοχές και τις πουλάει, αλλά είναι υποχρεωμένος στο τέλος της περιόδου, να τις επαναγοράσει και να τις επιστρέψει στο δανειστή.

1. ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΑ ΧΑΡΑΚΗΡΙΣΤΙΚΑ

Γενικός Δείκτης Τιμών Χρηματιστηρίου Χ.Α.Α. (Γ.Δ.Τ.Χ.Α.Α). Ο Δείκτης του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών σε μία Δεδομένη χρονική στιγμή (t) μετρά την ποσοστιαία μεταβολή της Αξίας των Μετοχών διαχρονικά (με σημείο αναφοράς 31/12/1980).

$$\text{Γ.Δ.Τ. - Γενικός Δείκτης Τιμών (t)} = \frac{\text{Χρηματιστηριακή Αξία Μετοχών Δείκτη (t)}}{\text{Χρηματιστηριακή Αξία Μετοχών Δείκτη (31/12/1980)}} \times 100$$

- Μία Τιμή του Δείκτη 4,157 στις 10/2/2006 σημαίνει ότι οι μετοχές που αποτελούν τον Δείκτη έχουν σημειώσει μεταβολή (άνοδο) 4,157% (ή 41,57 φορές υψηλότερα) σε σχέση με τις τιμές των αντίστοιχων μετοχών την 31/12/1980.
- Οι μετοχές που αποτελούν τον Δείκτη δεν είναι το σύνολο των εισηγμένων μετοχών αλλά μετοχές που πληρούν κάποια κριτήρια που σχετίζονται τόσο με ποσοτικά όσο και ποιοτικά χαρακτηριστικά [εμπορευσιμότητα (ρευστότητα), ύψος κεφαλαιοποίησης (χρηματιστηριακή αξία εταιρίας), κερδοφορία, Διαφάνεια στην Πληροφόρηση κ.λ.π.]
- Λόγω του πλήθους και της διαφορετικότητας των μετοχών, που διαπραγματεύονται σε μία Κεφαλαιαγορά, έχουν δημιουργηθεί επιμέρους Δείκτες που αξιολογούν την διαχρονική επίδοση, επιλεγμένων μετοχών με παρόμοια χαρακτηριστικά (π.χ. **FTASE-20** όπου περιλαμβάνει τις 20 μετοχές με τη μεγαλύτερη κεφαλαιοποίηση, **MIDCAP-40** όπου περιλαμβάνει 40 επιλεγμένες μετοχές Μεσαίας Κεφαλαιοποίησης με υψηλή εμπορευσιμότητα, **SMALLCAP-80** όπου περιλαμβάνει 80 επιλεγμένες μετοχές Μικρής Κεφαλαιοποίησης κ.λ.π.)

Δείκτες Χρηματιστηρίων παγκοσμίως με μεγάλη σημασία:

1.Dow Jones

2.Standard and Poors (S&P)

3.Nasdaq

4.FTSE-100

5.XETRA D

6.CAC-40

(Οι δείκτες αυτοί αντικατοπτρίζουν τη πορεία μεγάλων χρηματιστηριακών αγορών, ενώ η αξία των παράγωγων προϊόντων που έχουν ως υποκείμενο προϊόν τους άνω δείκτες, είναι ιδιαίτερα σημαντική)

1. ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ

3. Είσοδος μίας εταιρίας σε οργανωμένη Κεφαλαιαγορά- Χρηματιστήριο Αξιών, μέσω έκδοσης νέων μετοχών.

Η εισαγωγή μίας εταιρίας σε μία οργανωμένη Δευτερογενή αγορά Κεφαλαίου (π.χ. Χ.Α.Α.) αποτελεί μία από τις βασικότερες μορφές Άμεσης Χρηματοδότησης, των επενδυτικών σχεδίων κάθε εταιρίας. Η διαδικασία αποτίμησης- προσδιορισμός της αξίας της εταιρίας και κατά συνέπεια της Τιμής Διάθεσης της μετοχής της είναι ένας συνδυασμός πολλών ποιοτικών και ποσοτικών παραμέτρων, καθώς επίσης και του γενικότερου «κλίματος» των αγορών τη στιγμή εισαγωγής. Όλοι αυτοί οι παράγοντες, ενσωματώνονται στο κατάλληλο μοντέλο αποτίμησης (Απόλυτο ή Σχετικό Μοντέλο).

ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ - ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ

Τα **πλεονεκτήματα** μίας εταιρίας που μπαίνει στο χρηματιστήριο είναι τα ακόλουθα:

1. Απόκτηση νέου μετοχικού κεφαλαίου για ανάπτυξη των δραστηριοτήτων της εταιρίας.
2. Διευκόλυνση της δυνατότητας της αποτίμησης της εταιρίας για μελλοντικές συνεργασίες, εξαγορές ή συγχωνεύσεις
3. Δυνατότητα της εταιρίας να αποκτήσει κεφάλαια στο μέλλον

Από την άλλη, η εισαγωγή μιας εταιρίας στο χρηματιστήριο ενέχει κάποια **μειονεκτήματα**. Τα κυριότερα είναι τα ακόλουθα:

1. Η διαδικασία είναι ιδιαίτερα ακριβή, με αποτέλεσμα το 5-15% των κεφαλαίων που αντλούνται να καλύπτουν τα έξοδα εισαγωγής.
2. Κάθε εισηγμένη εταιρία πρέπει να παραδίδει τόσο στις αρχές του χρηματιστηρίου, όσο και στις εποπτικές αρχές τακτικές εκθέσεις αποτελεσμάτων.
3. Η ιδιοκτησία της εταιρίας μεταφέρεται σε μετόχους εκτός της εταιρίας, με αποτέλεσμα να γίνεται ευκολότερο να χαθεί ο έλεγχος.

ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ

Η διαδικασία για να μπει μία εταιρία στο χρηματιστήριο, σε γενικές γραμμές και χωρίς να λάβουμε υπόψη τις διαφορετικές νομοθεσίες που εφαρμόζονται στις διάφορες χώρες, είναι η ακόλουθη:

Πρώτα από όλα η εταιρία που θέλει να εισαχθεί στο χρηματιστήριο πρέπει να ορίσει την ανάδοχο εταιρία – τράπεζα ή/και χρηματιστηριακή, η οποία και θα υλοποιήσει το έργο της έκδοσης των νέων μετοχών και της διανομής τους στους επενδυτές.

Εν συνεχεία η εταιρία πρέπει να προετοιμάσει και να διανείμει στους υποψήφιους επενδυτές το ενημερωτικό φυλλάδιο, το οποίο πρώτα πρέπει να εγκριθεί από τις αρμόδιες αρχές.

Το τελευταίο στάδιο είναι η προεγγραφή των μετόχων που ενδιαφέρονται να αποκτήσουν τις μετοχές της εταιρίας. Αν δεν καλυφθεί η προσφερόμενη ποσότητα των μετοχών από τη ζήτηση, τότε οι ανάδοχοι αναλαμβάνουν να αγοράσουν τις αδιανέμητες μετοχές. Αν υπερκαλυφθεί η ζήτηση, τότε εφαρμόζεται ένας κανόνας, ανάλογα με το κράτος που βρισκόμαστε. Για παράδειγμα, μπορεί να ικανοποιηθούν πρώτα οι μεγάλοι επενδυτές, ή να δωθεί ίσος αριθμός μετοχών, ανάλογος του αριθμού υπερκάλυψης.

1. ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ

Η μεταβολή που προκύπτει στα ίδια Κεφάλαια της εταιρίας μέσα από τη διαδικασία εισαγωγής στο Χρηματιστήριο, παρουσιάζεται στο ακόλουθο παράδειγμα. Η τεχνική εταιρία ΤΕΜΝΩΝ ΑΤΕ, σχεδιάζει την εισαγωγή της στην Κύρια Αγορά του Χ.Α.Α. μέσα από την έκδοση 2,000,000 νέων μετοχών, με παραίτηση του δικαιώματος προτίμησης των παλαιών μετοχών (μία από τις βασικότερες προϋποθέσεις εισαγωγής μία εταιρίας είναι οι νέες μετοχές να διατεθούν στο ευρύ επενδυτικό κοινό και τους θεσμικούς Επενδυτές, ώστε να ικανοποιείται ο κανόνας της διασποράς).

Αριθμός Μετοχών Εταιρείας προ Αύξησης	6.000.000
Αριθμός Νέων Μετοχών Υπό Έκδοση	2.000.000
Ονομαστική Τιμή Μετοχής	1,20 €
Οικονομική Αξία / Τιμή Διάθεσης	3,80 €

Κατάσταση Μεταβολών Ιδίων Κεφαλαίων από την Εισαγωγή μίας εταιρείας στο Χ.Α.Α. με Άυξηση Μετοχικού Κεφαλαίου (Α.Μ.Κ.) μέσω έκδοσης νέων μετοχών			
	<u>Πριν ΑΜΚ.</u>	<u>ΑΜΚ</u>	<u>Μετά ΑΜΚ.</u>
Μετοχικό Κεφάλαιο	7.200.000 €	2.400.000 €	9.600.000 €
Αριθμός Μετοχών	6.000.000	2.000.000	8.000.000
Ονομαστική Αξία Μετοχής	1,20	1,20	1,20
Τακτικό Αποθεματικό	450.000 €		450.000 €
Ειδικό Αποθεματικό από έκδοση Υπέρ το άρτιο		5.200.000 €	5.200.000 €
Υπόλοιπο Κερδών Χρήσεων εις νέον	1.200.000 €		1.200.000 €
Ίδια Κεφάλαια	8.850.000 €	7.600.000 €	16.450.000 €
Λογιστική Αξία / Book Value Μετοχής	1,48 €		2,06 €

- Παρατηρείστε ότι σύμφωνα με τη διαδικασία αποτίμησης η Οικονομική Αξία (Market Value – Fair Price), της εταιρίας, είναι υψηλότερη από τη Λογιστική της Αξία (3,80 € > 1,20 €).
- Αυτό είναι λογικό αφού η μέν Λογιστική Αξία υπολογίζεται με βάση τα ιστορικά οικονομικά στοιχεία (καταβεβλημένο Μετοχικό Κεφάλαιο + τακτικό αποθεματικό + παρακρατηθέντα κέρδη), ενώ η Οικονομική Αξία της εταιρίας εκτιμάται με βάση τις Μελλοντικές-Αναμενόμενες Ταμειακές Ροές.
- Το ποσό το οποίο αντλεί η εταιρία από την ΑΜΚ ανέρχεται σε 7,600,000€ = 3,80 x 2,000,000
- Από το ποσό των 7,600,000€ τα 2,400,000 € εγγράφονται ως αύξηση στο ήδη καταβεβλημένο μετοχικό Κεφάλαιο της εταιρίας, ενώ τα 5,200,000 € , αντιπροσωπεύουν την υπεραξία εφόσον η Οικονομική Αξία της εταιρίας ή Τιμή Διάθεσης θεωρείται ότι είναι υψηλότερη της Ονομαστικής.
- Το ποσό των 5,200,000 εγγράφεται ως ειδικό αποθεματικό από έκδοση υπέρ το άρτιο (ως βάση για το άρτιο λογίζεται η ονομαστική αξία της μετοχής).

2. ΜΟΝΤΕΛΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ

Επιχειρούμε να προσδιορίσουμε την **Οικονομική – Εσωτερική Αξία (Fair Price – Intrinsic Value)** μίας μετοχής με βάση δύο μεθόδους.

1. Η πρώτη μέθοδος αφορά **στα Απόλυτα Μοντέλα Αποτίμησης** (Absolute Valuation Models) βάση των οποίων η Τιμή μίας Μετοχής (Οικονομική ή εσωτερική αξία) όπως και κάθε περιουσιακού στοιχείου υποκείμενου σε αξιολόγηση, είναι η Παρούσα Αξία των Αναμενόμενων-Μελλοντικών Ταμειακών Ροών (Κέρδη ή Μερίσματα ή Καθαρές Ταμειακές Ροές). Ονομάζονται και Μοντέλα Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών (DCF).

2. Σύμφωνα με τη Δεύτερη Μέθοδο των **Σχετικών Μοντέλων Αποτίμησης** (Relative Valuation Models – Δείκτες Μετοχικής Αξιολόγησης), η Οικονομική Αξία μίας Μετοχής προσδιορίζεται συγκριτικά στη βάση κάποιων Δεικτών Μετοχικής Αξιολόγησης, με ομοειδής – παρόμοιες εταιρείες ή κλάδους.

Σε κάθε περίπτωση το ζητούμενο είναι η αξιολόγηση της τιμής μίας μετοχής ούτως ώστε να εντοπίσουμε επενδυτικές ευκαιρίες. Σύμφωνα με τα όσα έχουμε πει έως τώρα, σε μία αποτελεσματική αγορά οι τιμές αντικατοπτρίζουν το σύνολο των Πληροφοριών σε μία εταιρία και η τιμή αυτή ισούται με την Οικονομική Αξία (ή εσωτερική αξία) της μετοχής. Παρόλαυτά, δεδομένου ότι οι Αγορές δεν λειτουργούν Αποτελεσματικά, τα Μοντέλα Αποτίμησης στοχεύουν στον εντοπισμό **Υπερτιμημένων** (Overvalued) ή **Υποτιμημένων** (Undervalued) Μετοχών (απόλυτα ή συγκριτικά).

ΜΥΘΟΙ ΚΑΙ ΑΛΗΘΕΙΕΣ (Damodaran)

1. Η διαδικασία αποτίμησης είναι μία αντικειμενική έρευνα για την πραγματική αξία?.

Όλες οι μελέτες μετοληπτούν. Το ερώτημα είναι πόσο και προς ποια κατεύθυνση. Εξαρτάται και από τον φορέα ο οποίος ζητά την έρευνα (και καταβάλει το σχετικό κόστος)

2. Μία καλή αποτίμηση παρέχει μία πολύ καλή εκτίμηση της αξίας

Δεν υπάρχουν ακριβείς αποτιμήσεις

3. Όσο πιο ποσοτικό το μοντέλο, τόσο καλύτερη η εκτίμηση.

Η κατανόηση ενός υποδείγματος δεν σχετίζεται απαραίτητα με τα δεδομένα που πρέπει να χρησιμοποιηθούν. Επίσης, ορισμένες φορές απλοικά μοντέλα έχουν μεγαλύτερη πιθανότητα επιτυχίας από τα πιο σύνθετα.

2.1. ΑΠΟΛΥΤΑ ΜΟΝΤΕΛΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Κάθε εταιρία έχει μία **Εσωτερική Αξία (intrinsic value)** που μπορεί να εκτιμηθεί με βάση τις αναμενόμενες Ταμειακές Ροές, την αναμενόμενη αύξηση των ροών, καθώς και τον κίνδυνο που ενέχει.

Οι πληροφορίες που χρειαζόμαστε είναι οι ακόλουθες:

1. Η χρονική διάρκεια του υπό αποτίμηση στοιχείου
2. Οι ταμειακές Ροές κατά τη διάρκεια της χρονικής του διάρκειας
3. Το προεξοφλητικό επιτόκιο για να υπολογίσουμε τις παρούσες αξίες.

Διακρίνουμε τα ακόλουθα απόλυτα μοντέλα αποτίμησης:

- I. Μοντέλο Προεξόφλησης Μερισμάτων (DDM)
- II. Μοντέλο Προεξόφλησης Αδέσμευτων Ταμειακών Ροών (DFCF)

!. Μοντέλα Προεξόφλησης Μερισμάτων (DDM).

Ο προσδιορισμός της Οικονομικής Αξίας (Εσωτερική Αξία ή Δίκαιη Τιμή) μίας Μετοχής (P) σε μία δεδομένη χρονική στιγμή (t), είναι η Παρούσα Αξία των Μελλοντικών Ταμειακών Ροών, προεξοφλημένες με την ελάχιστη απαιτούμενη απόδοση (κόστος κεφαλαίου)

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{T.P._t}{(1+k)^t}$$

A) **Το Γενικό Μοντέλο Προεξόφλησης Μερισμάτων**, η Οικονομική Αξία μίας μετοχής είναι συνάρτηση των Μελλοντικών προβλεπόμενων Μερισμάτων που θα αποδώσει η μετοχή, προεξοφλημένα με το κόστος Κεφαλαίου των Μετόχων.

Γενικό Μοντέλο
Μη Πεπερασμένο

$$\longrightarrow P_0 = \frac{d_1}{(1+k)^1} + \frac{d_2}{(1+k)^2} + \frac{d_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{d_t}{(1+k)^t} \Leftrightarrow P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{d_t}{(1+k)^t}$$

Δεδομένου ότι η εκτίμηση του Γενικού Μοντέλου, απαιτεί την χρησιμοποίηση μελλοντικών χρηματικών ροών στο Διηκεές, η χρησιμότητα του αμφισβητείται, με αποτέλεσμα να χρησιμοποιείται μόνο ως γενικός κανόνας. Οι παραλλαγές του μοντέλου που χρησιμοποιούνται στη πράξη είναι οι εξής :

2.1. ΑΠΟΛΥΤΑ ΜΟΝΤΕΛΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Β) **Το Μοντέλο Μηδενικής Μεγέθυνσης**, υποθέτουμε ότι η επιχείρηση διανέμει σταθερά ένα ποσοστό από τα ετήσια κέρδη τα οποία και επανεπενδύει με αναμενόμενη απόδοση (EBA) ίση με την ελάχιστη απαιτούμενη απόδοση (ή κόστος κεφαλαίου). Εναλλακτικά, ονομάζεται και Στατικό Μοντέλο Αποτίμησης, στο οποίο το σύνολο των κερδών διανέμονται στους μετόχους.

$$P_0 = \frac{d}{(1+k)^1} + \frac{d}{(1+k)^2} + \dots + \frac{d}{(1+k)^\infty} \Leftrightarrow P_0 = \frac{d}{k}$$

$$P_0 = \frac{e}{(1+k)^1} + \frac{e}{(1+k)^2} + \dots + \frac{e}{(1+k)^\infty} \Leftrightarrow P_0 = \frac{e}{k}$$

Αναμενόμενα Μερισίματα ανά μετοχή d	0,35 €
Κόστος Μετοχικού Κεφαλαίου	11%

$$P_0 = \frac{d}{k} = \frac{0,35}{0,11} = 3,18$$

Γ) **Το Μοντέλο Σταθερής Μεγέθυνσης**. Στην λογική του μοντέλου αυτού, η επιχείρηση υιοθετεί ένα σταθερό ποσοστό παρακράτησης κερδών κάθε έτος (b) το οποίο και επενδύει με σταθερή απόδοση (r). Η τιμή της μετοχής σήμερα (αφού έχουμε παραλάβει το παρόν μέρισμα d₀), προσδιορίζεται από μία ακολουθία με σταθερό ρυθμό μεγέθυνσης (g=b*r) των κερδών (και κατά συνέπεια των μερισμάτων) κάθε έτος στο Διηλεκές:

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)}{(1+k)^1} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{D_0(1+g)^\infty}{(1+k)^\infty} = \dots = \frac{D_1}{k-g} = \frac{D_0(1+g)}{k-g}$$

Κέρδη/μτχ έτους 0, e ₀	0,15 €
ποσοστό παρακράτησης κερδών (b)	60%
EBA νέων επενδύσεων (r)	12%
κόστος κεφαλαίου (k)	10%
d ₀ = e ₀ * (1-b)	0,06 €
ρυθμός μεγέθυνσης (g)	7%

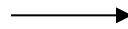
$$P_0 = \frac{D_1}{k-g} = \frac{D_0(1+g)}{k-g} = \frac{0,06(1+7\%)}{10\% - 7\%} = 2,30$$

2.1. ΑΠΟΛΥΤΑ ΜΟΝΤΕΛΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Δ) **Το Μοντέλο Μεγέθυνσης 2 σταδίων.** Η προσέγγιση της σταθερής μεγέθυνσης στο διηνεκές, θεωρείται αφελής, αφού αντιβαίνει σε βασικές λογικές των οικονομικών όπως ο Κύκλος Ζωής μίας Επιχείρησης. Στην λογική της ωρίμανσης, μία επιχείρηση αναπτύσσεται με χαμηλότερους ρυθμούς στο μέλλον (g_2) από ότι τα πρώτα έτη ($g_1 > g_2$). Το Μοντέλο Σταθερής Μεγέθυνσης για μία εταιρία οι ρυθμοί μεγέθυνσης της οποίας αλλάζουν από το έτος N και έπειτα, μετασχηματίζεται ως εξής :

$$P = \sum_{i=1}^N \frac{D_0(1+g_1)^i}{(1+k)^i} + \frac{P_N}{(1+k)^N}$$

$$P = \sum_{i=1}^N \frac{D_0(1+g_1)^i}{(1+k)^i} + \frac{D_{N+1}/(k-g_2)}{(1+k)^N}$$



Μετά την Διανομή του d_0 και έως το τέλος του 5ου έτους

D_0 ($b=0,3$, $(1-b)=0,7$)	0,23
EBA νέων επενδύσεων	14%
ρυθμός μεγέθυνσης (g_1)	4,20%
κόστος κεφαλαίου	6%

Μετά το 5ο έτος ο EBA νέων επενδύσεων μειώνεται στο 9%

Κέρδη/μτχ τέλος του 5ου έτους	0,404
Μέρισμα ανά μετοχή d_5	0,283
Μέρισμα ανά μετοχή $d_6=d_5(1+g_2)$	0,290
EBA νέων επενδύσεων	9%
ρυθμός μεγέθυνσης (g_2)	2,70%
κόστος κεφαλαίου	6%

$$P = \sum_{i=1}^5 \frac{D_0(1+g_1)^i}{(1+k)^i} + \frac{P_5}{(1+k)^5} =$$

$$\sum_{i=1}^5 \frac{D_0(1+g_1)^i}{(1+k)^i} + \frac{D_5(1+g_2)/(k-g_2)}{(1+k)^5} = 9,89$$

Προσδιορισμός του ρυθμού Μεγέθυνσης Μερισμάτων (g).

1. Ο εκτιμώμενος ρυθμός μεγέθυνσης Μερισμάτων εξαρτάται από την μεγέθυνση της Κερδοφορίας και την Πολιτική Διανομής Κερδών ($1-b$ ή Payout Ratio όπου b το ποσοστό παρακράτησης κερδών).

0.273_

$g = \text{Ποσοστό Παρακράτησης Κερδών (Retention Rate - } b) \times \text{Απόδοση Νέων Επενδύσεων (} r)$

2. Εναλλακτικά ο ρυθμός Μεγέθυνσης δύναται να εκτιμηθεί με βάση τα προηγούμενα Μέρισματα (για μία προγενέστερη χρονική περίοδο k ετών) από τον εξής τύπο :

$$g = \left(\frac{D_0}{D_{0-k}} \right)^{1/k} - 1$$

2.1. ΑΠΟΛΥΤΑ ΜΟΝΤΕΛΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

- **Προσδιορισμός της Απαιτούμενης Απόδοσης ή Κόστους Κεφαλαίου των Μετόχων (k).** Ονομάζεται και Κόστος Κεφαλαίου των Μετόχων αφού η Διανομή Μερισμάτων έπεται της εξυπηρέτησης των Λοιπών Χρηματοδοτών της Επιχειρήσης. Υπολογίζεται με βάση το Μοντέλο Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων (CAPM), ή με βάση την γενική εξίσωση

$$k = \text{Χωρίς Κίνδυνο Απόδοση (Risk Free Rate)} + \text{Πριμ Κινδύνου (Risk Premium)}$$

- **Το Μοντέλο Αποτίμησης Μερισμάτων Χρησιμοποιείται για εταιρείες οι οποίες :**

- ακολουθούν μία σταθερή Μερισματική Πολιτική διαχρονικά
- δεν υπάρχουν Μέτοχοι με Καταστατική Πλειοψηφία ή με ποσοστό Ιδιοκτησίας ικανό να ελέγχουν την Διαδικασία Λήψης Αποφάσεων (controlling Interests)

2.1. ΑΠΟΛΥΤΑ ΜΟΝΤΕΛΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Α. Μοντέλο Σταθερής Μεγέθυνσης								
Λογαριασμός Αποτελεσμάτων Χρήσης	Έτος 0							
Πωλήσεις	10.000.000	Σύνολο Μετοχών	1.250.000					
Λειτουργικό Κόστος	4.450.000	Μέρισμα /μτχ. ($b=0,4, (1-b)=0,6$) $D_0=$	0,9936					
Κόστος Διοίκησης	1.250.000	ΕΒΑ νέων επενδύσεων	20%					
Κ.Π.Τ.Φ.Α.	4.300.000	ρυθμός μεγέθυνσης (g)	0,08					
Χρηματοοικονομικά Εξόδα	850.000	απαιτούμενη απόδοση	10%					
Κ.Π.Φ.	3.450.000							
Φόροι	1.380.000							
Καθαρά Κέρδη	2.070.000							
Υπολογίστε την Εσωτερική Αξία της μετοχής σήμερα ??								
		ETH						
		1	2	3	4	5	6	7
Μερίσματα	1,0731	1,1589	1,2516	1,3518	1,4599	1,5767	1,7029	
Προεξοφλημένα Μερίσματα	0,9755	0,9578	0,9404	0,9233	0,9065	0,8900	0,8738	
Τιμή (Εσωτερική Αξία) = $D_1 / (k-g) =$	53,6544							

Β. Μοντέλο Μεγέθυνσης 2 Σταδίων								
Για την εταιρεία ΧΕΤΡΑ οι ακόλουθες πληροφορίες δημοσιεύονται αμέσως μετά την Διανομή του Μερισματος D_0 Μετά την Διανομή του D_0 και έως το τέλος του 4ου έτους								
D_0 ($b=0,3, (1-b)=0,7$)	0,8							
ΕΒΑ νέων επενδύσεων	14%							
ρυθμός μεγέθυνσης (g)	0,042							
ελάχιστη απαιτούμενη απόδοση	6%							
Μετά το τέλος του 4ο έτους ο ρυθμός μεγέθυνσης μειώνεται								
Κέρδη/μτχ τέλος του 4ου έτους	1,3473							
κέρδη ανά μετοχή τέλος του 5ου έτους ($e_5=e_4(1+g_2)$)	1,3796							
Μέρισμα $D_5=D_4(1+g_2)$	0,9657							
ΕΒΑ νέων επενδύσεων	8%							
ρυθμός μεγέθυνσης (g_2)	0,024							
ελάχιστη απαιτούμενη απόδοση	6%							
Εάν η τιμή Διαπραγμάτευσης της μετοχής είναι 21,24 Euro, να αποφασίσετε εάν είναι υπερτιμημένη ή υποτιμημένη !!								
		ETH						
		1	2	3	4	5	6	7
Μερίσματα	0,8336	0,8686	0,9051	0,9431	0,9657	0,9889	1,0127	
Προεξοφλημένα Μερίσματα	0,7864	0,7731	0,7599	0,7470	0,7217	0,6971	0,6735	
$P = \sum_{i=1}^4 \frac{D_i}{(1+k)^i} + \frac{P_4}{(1+k)^4} \Rightarrow P = \sum_{i=1}^4 \frac{D_0 \times (1+g_1)^i}{(1+k)^i} + \frac{D_5 = D_4 \times (1+g_2)}{(1+k)^4} \cdot \frac{1}{(k-g_2)}$								
Τιμή (Εσωτερική Αξία) =	24,315							

Παραδειγμα Μοντέλου Αποτίμησης Σταθερής Μεγέθυνσης

1. Καταβολή μερισμάτων στο διηνεκές
2. Προσοχή στο συντελεστή Παρακράτησης κερδών

Παραδειγμα Μοντέλου Αποτίμησης Μεγέθυνσης 2 σταδίων

1. Στη δεύτερη περίοδο, καταβολή μερισμάτων στο διηνεκές
2. Προσοχή στο συντελεστή Παρακράτησης κερδών

2.1. ΑΠΟΛΥΤΑ ΜΟΝΤΕΛΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

!! Μοντέλα Προεξόφλησης Αδέσμευτων Ταμειακών Ροών (DFCF).

Σύμφωνα με το μοντέλο Προεξόφλησης των Αδέσμευτων Ταμειακών Ροών αυτό που περιγράφει με τον καλύτερο τρόπο την αξία κάθε επιχείρησης, είναι οι Ταμειακές Ροές – Cash Flow (τα μετρητά) που θα είναι διαθέσιμες στους Χρηματοδότες της Επιχείρησης (Μετόχους ή Δανειστές), μετά την αφαίρεση των δαπανών προκειμένου την Διατήρηση ή επέκταση των Περιουσιακών Στοιχείων της Επιχείρησης. Ο Μαθηματικός Τύπος των Αδέσμευτων Ταμειακών Ροών είναι :

Αδέσμευτες Ταμειακές Ροές (FCF) = Ταμειακές Ροές από Λειτουργία (CFO) + Τόκοι (1-ΦΣ) - Επενδύσεις (CAPEX)

Αδέσμευτες Ταμειακές Ροές (FCF) = Καθαρά Κέρδη + Τόκοι x (1-Φ.Σ.) + Αποσβέσεις - Μεταβολές Κεφ.Κίνησης
- Επενδύσεις σε Πάγια (CAPEX)

Προκειμένου την Αποτίμηση Μετοχών με βάση τις Αδέσμευτες Ταμειακές Ροές, επιλέγουμε μεταξύ :

A). Μοντέλο Προεξόφλησης των Αδέσμευτων Ταμειακών Ροών της Επιχείρησης – ATPE (Free Cash Flow to the Firm – FCFF), Οι Αδέσμευτες Ταμειακές Ροές που προέρχονται από τη Λειτουργία της Επιχείρησης (αφαιρώντας την Φορολογική Εξοικονόμηση από την καταβολή Τόκων στις Λειτουργικές Ταμειακές Ροές) αφαιρώντας τις Δαπάνες για νέες επενδύσεις σε Πάγια και τις Δαπάνες σε Κεφάλαιο Κίνησης.

$$FCFF = [\text{Λειτουργικές Ταμειακές Ροές}] + [\text{Τόκοι} \times (1-\Phi.\Sigma.)] - \text{Επενδύσεις σε Πάγια}$$

Όπου [Λειτουργικές Ταμειακές Ροές] = Καθαρά Κέρδη + Αποσβέσεις – Επενδύσεις Κ. Κίνησης

Άρα

$$FCFF = [\text{Καθαρά Κέρδη} + \text{Αποσβέσεις} - \text{Επενδύσεις Κ. Κίνησης}] + [\text{Τόκοι} \times (1-\Phi.\Sigma.)] - \text{Επενδύσεις σε Πάγια}$$

Η Αξία της Εταιρίας, προσδιορίζεται με βάση το άθροισμα των Προβλεπόμενων Αδέσμευτων Ταμειακών Ροών της Επιχείρησης προεξοφλημένες με το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου –Μ.Σ.Κ.Κ. (WACC)

$$\boxed{\text{FCFF}} \rightarrow P = \text{Αξία Εταιρείας} = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{FCFF_i}{(1+WACC)^i}$$

2.1. ΑΠΟΛΥΤΑ ΜΟΝΤΕΛΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

B). Μοντέλο Προεξόφλησης Των Αδέσμευτων Ταμειακών Ροών των Μετόχων – ATPM (Free Cash Flow to Equity – FCFE), Οι Αδέσμευτες Ταμειακές Ροές που αντιστοιχούν στους μετόχους της εταιρίας, είναι οι Αδέσμευτες Ταμειακές Ροές της Επιχείρησης, συν το Καθαρό Δανεισμό κάθε έτος (Εισροές από Δάνεια - Επιστροφή Δανείων) μείον τις Κεφαλαιουχικές επενδύσεις, αφαιρώντας και τους πληρωτέους τόκους.

$$FCFE = FCFF + \text{Καθαρός Δανεισμός} - \text{Τόκοι} \times (1 - \Phi.Σ.)$$

$$\text{Όπου Καθαρός Δανεισμός} = \text{Νέος Δανεισμός} - \text{Αποπληρωμή Δανείων}$$

Η Αξία των Μετόχων (και κατ' επέκταση η τιμή της Μετοχής) προσδιορίζεται με βάση το άθροισμα των Προβλεπόμενων Αδέσμευτων Ταμειακών Ροών της Επιχείρησης προεξοφλημένες με το Κόστος Του Μετοχικού Κεφαλαίου ή Απαιτούμενη Απόδοση των Μετόχων (k)

$$\boxed{FCFE} \longrightarrow P = \text{Αξία Ιδίων Κεφαλαίων} = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{FCFE_i}{(1+k)^i}$$

Όπου K το κόστος των ιδίων κεφαλαίων \rightarrow CAPM
 $\rightarrow r_f + \text{risk premium}$

Εναλλακτικά, η αξία του μετοχικού κεφαλαίου μπορεί να υπολογιστεί απευθείας από τις Αδέσμευτες Ταμειακές Ροές της εταιρίας, αφού αφαιρέσουμε την παρούσα αξία των δανείων και προσθέσουμε τα μετρητά της εταιρίας.

$$\boxed{FCFE} \longrightarrow P = \text{Αξία Ιδίων Κεφαλαίων} = FCFF - \text{Δανεια} + \text{Μετρητα}$$

2.1. ΑΠΟΛΥΤΑ ΜΟΝΤΕΛΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

- **Προσδιορισμός Μ.Σ.Κ.Κ. (WACC).** Εφόσον οι FCFF είναι οι Ταμειακές Ροές διαθέσιμες στο σύνολο των Χρηματοδοτών, της εταιρίας το επιτόκιο προεξόφλησης σταθμίζει την απαιτούμενη απόδοση τόσο των Δανειστών όσο και των Μετόχων.

$$\text{Μ.Σ.Κ.Κ. (WACC)} = \frac{\text{Δάνεια}}{(\text{Δάνεια} + \text{Ίδια Κεφάλαια})} \times k_d \times (1 - \Phi.Σ.) + \frac{\text{Ίδια Κεφάλαια}}{(\text{Δάνεια} + \text{Ίδια Κεφάλαια})} \times k$$

Όπου k_d είναι η απαιτούμενη απόδοση των συνολικών Υποχρεώσεων της Επιχειρήσης (μέσο-σταθμικό επιτόκιο Δανεισμού) ομάζεται και k το Κόστος Κεφαλαίου των Μετόχων (βλέπε DDM),

- **Επιλέγουμε το DFCF όταν :**

- Η επιχείρηση δεν διανέμει μερίσματα ή όταν διανέμει αυτά υπολείπονται των Αδέσμευτων Ταμειακών Ροών των Μετόχων
- Υπάρχουν Μέτοχοι με Καταστατική Πλειοψηφία ή με ποσοστό Ιδιοκτησίας ικανό να ελέγχουν την Διαδικασία Λήψης Αποφάσεων (control Premium)

- **Προτιμούμε το FCFF από το FCFE,** όταν η Χρηματοοικονομική Διάρθρωση της Εταιρίας μεταβάλλεται διαχρονικά ή οι Αδέσμευτες Ταμειακές Ροές των Μετόχων είναι αρνητικές

- **Για πρακτικούς λόγους οι εκτιμήσεις μας για την πορεία των Αδέσμευτων Ταμειακών Ροών στο Διηνεκές, κάνουν χρήση της Τελικής ή Υπολειματικής Αξίας (Terminal or Residual Value),** θεωρούμε ότι οι ΑΤΡΕ αυξάνονται σταθερά μετά τη πρώτα έτη, κατά g στο διηνεκές (ή απλά αραμένουν σταθερές στα επίπεδα του τελευταίου έτους των εκτιμήσεων, $g=0$). Η Αξία της εταιρίας (αν υιοθετήσουμε το Μοντέλο Αδέσμευτων Ταμειακών Ροών της εταιρίας FCFF-ΑΔΤΕ) υπολογίζεται ως εξής:

Αξία Εταιρίας = Αξία εταιρίας 0 έως n έτος + Αξία Εταιρίας στο τέλος του n έτους

$$\text{Αξία Εταιρίας} = \sum_{i=1}^n \frac{\text{FCFF}_i}{(1 + \text{WACC})^i} + \frac{\text{FCFF}_{n+1} = \text{FCFF}_n \times (1 + g)}{(\text{WACC} - g) \times (1 + \text{WACC})^n}$$

2.1. ΑΠΟΛΥΤΑ ΜΟΝΤΕΛΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Προσδιορισμός της Αξίας της Μετοχής με βάση τις Αδέσμευτες Ταμειακές Ροές

Κόστος Μετοχικού Κεφαλαίου (CAPM) (k)	12,0%
Κόστος Δανειακών Κεφαλαίων (k_d)	6,0%
Ίδια/Συνολικά Κεφάλαια	47,0%
Φορολογικός Συντελεστής	25,0%
Μ.Σ.Κ.Κ. (μετά από φόρους)	8,0% → $Μ.Σ.Κ.Κ. = 53\% \times k_d \times (1 - \Phi.Σ.) + 47\% \times k$
Ετήσιος ρυθμός μεγέθυνσης ΑΤΡΕ μετά το 5ο έτος	5,0%

	ποσά σε 000 Euro				
	1	2	3	4	5
Καθαρά Κέρδη	540,0	669,6	830,3	905,0	950,3
Αποσβέσεις	300,0	350,0	400,0	400,0	400,0
Τόκοι x (1-Φ.Σ.)	62,0	64,0	65,0	59,0	60,0
Μεταβολές Κεφαλαίου Κίνησης	300,0	200,0	120,0	130,0	145,0
Επενδύσεις σε Πάγια	450,0	0,0	250,0	100,0	300,0
(ΑΤΡΕ) FCFF	152,0	883,6	925,3	1.134,0	965,3
Προεξοφλημένες ΑΤΡΕ	140,7	757,2	734,0	832,8	656,2

Παρούσα Αξία ΑΤΡΕ 1ο-5ο έτος (P.V.FCFF)	3.120,9	
Υπολειμματική Αξία τέλος 5ου έτους (RV)	33.505,7	→ $Y.A. = \frac{FCFF_5 \times (1+g)}{(WACC-g)}$
Παρούσα Αξία Υ.Α. (P.V.RV)	22.777,0	
Αξία Επιχείρησης (Firm Value)	25.897,9	→ Firm Value = P.V.FCFF + P.V.RV
Καθαρός Δανεισμός (Net Debt)	4.654,0	
Αξία Ιδίων Κεφαλαίων	21.243,9	→ Equity Value = Firm Value - Total Debt
Αριθμός Μετοχών	5.000.000	
Οικονομική Αξία Μετοχής	4,25	

→ Εναλλακτικά

$$Firm\ Value = \sum_{i=1}^n \frac{FCFF_i}{(1+WACC)^i} + \frac{FCFF_n \times (1+g)}{(WACC-g) \times (1+WACC)^n}$$

$$= 3.120,9 + \frac{965,3 \times (1+5\%)}{(8\% - 5\%) \times (1+8\%)^5} = 25.897,9$$

Total Debt = 4.654,0

Αξία Ιδίων Κεφαλαίων = 25.897,9 - 4.654,0 = 21.243,9

Οικονομική Αξία Μετοχής = 21.243,9 / 5.000.000 μτχ = 4,25

2.1. ΑΠΟΛΥΤΑ ΜΟΝΤΕΛΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Στη διαφάνεια αυτή θα συνοψίσουμε το επιτόκιο προεξόφλησης το οποίο πρέπει να χρησιμοποιήσουμε κατά περίπτωση (ανάλογα με το μοντέλο αποτίμησης που επιλέγουμε να χρησιμοποιήσουμε)

ΑΠΟΛΥΤΑ ΜΟΝΤΕΛΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ

ΜΟΝΤΕΛΑ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ

ΓΕΝΙΚΟ ΜΟΝΤΕΛΟ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ

ΜΟΝΤΕΛΟ ΜΗΔΕΝΙΚΗΣ ΜΕΓΕΝΘΥΝΣΗΣ

ΜΟΝΤΕΛΟ ΣΤΑΘΕΡΗΣ ΜΕΓΕΝΘΥΝΣΗΣ

ΜΟΝΤΕΛΟ ΜΕΓΕΝΘΥΝΣΗΣ 2 ΣΤΑΔΙΩΝ

Επιτόκιο Προεξόφλησης: (κ)

Το επιτόκιο προεξόφλησης υπολογίζεται με τη χρήση του Υποδείγματος Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων (CAPM)

Βλ. Διάλεξη 5^η-6^η: Υποδείγματα ισορροπίας στις Κεφαλαιαγορές

$$k = r_f + \beta_j [r_m - r_f]$$

ΜΟΝΤΕΛΑ ΑΔΕΣΜΕΥΤΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗ ΑΤΡ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗ ΑΤΡ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ

Επιτόκιο Προεξόφλησης: ΜΣΚΚ

Από τη στιγμή που η εταιρία χρησιμοποιεί διαφορετικές πηγές χρηματοδότησης, το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου πρέπει να χρησιμοποιηθεί

Βλ. Διαφάνεια 15 της παρούσας διάλεξης

$$\text{Μ.Σ.Κ.Κ. (WACC)} = \frac{\text{Δάνεια}}{(\text{Δάνεια} + \text{Ίδια Κεφάλαια})} \times k_d \times (1 - \Phi.Σ.) + \frac{\text{Ίδια Κεφάλαια}}{(\text{Δάνεια} + \text{Ίδια Κεφάλαια})} \times k$$

2.2. ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΟΝΤΕΛΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Σε μία αγορά με πολλά περιουσιακά στοιχεία, συχνά το ζητούμενο είναι η σύγκριση των μετοχικών αξιών μεταξύ εταιρειών ή κλάδων. Οι Δείκτες Μετοχικής Αξιολόγησης είναι κατ' εξοχήν η καταλληλότερη μέθοδος για τέτοιες συγκρίσεις, αφού σε μία αγορά η οποία δεν βρίσκεται στο ανώτατο επίπεδο αποτελεσματικότητας η απόκλιση της Εσωτερικής ή Οικονομικής Αξίας κάθε μετοχής από τη τρέχουσα Χρηματιστηριακή της τιμή, είναι και συγκριτικό μέγεθος. Θα ορίσουμε την Οικονομική – Εσωτερική Αξία (Fair-Intrinsic Value) μίας μετοχής με βάση δύο μεθόδους.

Προκειμένου να κάνουμε σχετική αποτίμηση:

1. Πρέπει να βρούμε εταιρίες οι οποίες είναι συγκρίσιμες, και να αποκτήσουμε αγοραίες αξίες για τις εταιρίες αυτές
2. Να μετατρέψουμε αυτές τις αγοραίες αξίες σε κανονικοποιημένες αξίες, προκειμένου να είναι συγκρίσιμες (εύρεση πολλαπλασιαστών τιμών – price multiples)
3. Να συγκρίνουμε τις κανονικοποιημένες αυτές αξίες, σταθμίζοντας για παραμέτρους που μπορεί να αλλοιώνουν το αποτέλεσμα της σύγκρισης.

Ιδιαίτερη προσοχή χρειάζεται στην ανάλυση της κατανομής κάθε υπό εξέταση δείκτη, προκειμένου ο αναλυτής να είναι σε θέση να αποφανθεί αν ο δείκτης είναι υψηλός ή χαμηλός

ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΔΕΙΚΤΩΝ:

1. Πολλαπλασιαστές Κερδών

1. Price / Earnings ανά μετοχή (PE ή PER)
2. Price / EBIT
3. Price / EBITDA
4. Price / Cash Flow

2. Πολλαπλασιαστές Λογιστικής Αξίας (Book Value)

1. Price / Book Value (PBV)
2. Price / Replacement Cost (Tobin' s Q)

3. Πολλαπλασιαστές Εσόδων

1. Price / Sales per share

2.2. ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΟΝΤΕΛΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

$$\frac{P}{e} \rightarrow \frac{\text{Χρηματιστηριακή Τιμή}}{\text{Λογιστικά Κέρδη Ανά Μετοχή}}$$

Ο ποιο Δημοφιλής Δείκτης που χρησιμοποιείται για το σύνολο των εταιρειών (πλην των επενδυτικών). Ο Δείκτης έχει κάποιες τεχνικές αδυναμίες από τη στιγμή όπου συγκρίνεται ένα Δυναμικό μέγεθος (Τρέχουσα Τιμή Μετοχής) με ένα στατικό (τελευταία δημοσιευμένα κέρδη). Πρόβλήματα, επίσης προκύπτουν από τυχόν διαφορές στις μεθόδους Λογιστικής Απεικόνισης μεταξύ εταιρειών.

Ποια είναι η ερμηνεία του δείκτη?

Ο δείκτης αυτός δείχνει πόσα χρόνια απαιτούνται για να πάρουμε τα χρήματα μας πίσω με την προϋπόθεση ότι τα κέρδη της εταιρίας διατηρούνται σταθερά. Εναλλακτικά, μας ορίζει τι πρέπει να πληρώσει ένας επενδυτής για κάθε μονάδα κερδών. Για το λόγο αυτό ονομάζεται και **πολλαπλασιαστής κερδών**.

Υπάρχουν διάφοροι τρόποι υπολογισμού, ανάλογα με τα στοιχεία τα οποία χρησιμοποιούμε:

1. Τιμή: Τρέχουσα Τιμή
Μέση Τιμή έτους
2. Κέρδη: Κέρδη ανά μετοχή του πιο πρόσφατου έτους
Κέρδη ανά μετοχή των τελευταίων 12 μηνών (Trailing PE)
Προβλεπόμενα Κέρδη ανά μετοχή των επομένων 12 μηνών (Leading PE)
Προβλεπόμενα Κέρδη ανά μετοχή του επομένου έτους

Βασικές Προτάσεις:

1. Εταιρίες με υψηλότερο δείκτη ανάπτυξης θα έχουν μεγαλύτερο δείκτη PE από ότι εταιρίες με χαμηλό δείκτη ανάπτυξης.
2. Εταιρίες με υψηλότερο ρίσκο θα έχουν μικρότερο δείκτη PE από ότι εταιρίες με χαμηλό κίνδυνο
3. Εταιρίες με χαμηλότερες ανάγκες επανεπένδυσης των κερδών τους θα έχουν μεγαλύτερο δείκτη PE από ότι εταιρίες με υψηλά ποσοστά επανεπένδυσης των κερδών.

ΠΡΟΣΟΧΗ: Τα συμπεράσματα αυτά ισχύουν ceteris paribus (λοιπών παραμέτρων δεδομένων). Για να έχουμε ασφαλή συμπεράσματα, πρέπει να είμαστε προσεκτικοί όσον αφορά στις εταιρίες που συγκρίνουμε.

Rule of thumb:

- a) Χαμηλός δείκτης PE → υποτιμημένες εταιρίες
- b) Υψηλός δείκτης PE → υπερτιμημένες εταιρίες

Σε μία αποτελεσματική αγορά:

1. Υψηλό PE: αφορά εταιρίες GROWTH
2. Χαμηλό PE: αφορά εταιρίες VALUE

2.2. ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΟΝΤΕΛΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

$$\frac{P / e}{G} \rightarrow \frac{\text{Πολλαπλασιαστής Κερδών}}{\text{Προβλεπόμενος Ρυθμός Μεγέθυνσης}}$$

Χρησιμοποιείται πάντα συμπληρωματικά του Δείκτη P/E, διορθώνοντας τα προβλήματα που δημιουργούνται από τον στατικό του χαρακτήρα. Ο δείκτης ίσως παρουσιάσει πρόβλημα στη σύγκλιση αναλυτών για την εκτίμηση του μέσου ετήσιου ρυθμού μεγέθυνσης (g).

Το σημείο το οποίο πρέπει να προσέξει ένας αναλυτής όταν χρησιμοποιεί το δείκτη αυτό είναι, το ποσοστό αύξησης των κερδών να:

1. Είναι υπολογισμένο για την ίδια περίοδο (πχ Trailing, τελευταία χρήση)
2. Έχει εκτιμηθεί για την ίδια περίοδο αναφοράς
3. Προέρχεται από την ίδια πηγή

Βασικές Προτάσεις:

1. Εταιρίες με υψηλότερο ρίσκο θα διαπραγματεύονται σε πολύ μικρότερο δείκτη PEG από ότι εταιρίες με χαμηλό κίνδυνο, οι οποίες έχουν τον ίδιο αναμενόμενο ρυθμό αύξησης των κερδών τους.
2. Εταιρίες οι οποίες μπορούν να πραγματοποιήσουν αύξηση των κερδών πιο αποτελεσματικά (επενδύοντας λιγότερα σε επενδύσεις με καλύτερες αποδόσεις) θα έχουν υψηλότερο δείκτη PEG από ότι εταιρίες οι οποίες αναπτύσσονται με τον ίδιο ρυθμό αλλά λιγότερο αποδοτικά.

ΠΡΟΣΟΧΗ: Τα συμπεράσμα αυτά ισχύουν *ceteris paribus* (λοιπών παραμέτρων δεδομένων). Για να έχουμε ασφαλή συμπεράσματα, πρέπει να είμαστε προσεκτικοί όσον αφορά στις εταιρίες που συγκρίνουμε.

Rule of thumb:

- α) Δείκτης PEG μικρότερος της μονάδας → υποτιμημένες εταιρίες ή δεν αναμένουμε αύξηση των κερδών τους
- β) Δείκτης PEG μεγαλύτερος της μονάδας → υπερτιμημένες εταιρίες ή αναμένουμε αύξηση των κερδών τους

2.2. ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΟΝΤΕΛΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

$$\frac{P}{BV} \rightarrow \frac{\text{Χρηματιστηριακή Τιμή}}{\text{Λογιστική Αξία Ανά Μετοχή}}$$

Αρκετά δημοφιλής Δείκτης, που ενδείκνυται για εταιρείες Χρηματοοικονομικών Υπηρεσιών (Τράπεζες, Ασφάλειες, Επενδυτικές). Αντιμετωπίζει τα προβλήματα στατικότητας αλλά και Μέθόδων Λογιστικής Αποτίμησης των εταιρειών με σημαντικά Πάγια Περιουσιακά Στοιχεία.

Το σημείο το οποίο πρέπει να προσέξει ένας αναλυτής όταν χρησιμοποιεί το δείκτη αυτό είναι:

1. Εάν η χρηματιστηριακή τιμή αναφέρεται στις κοινές μετοχές, να χρησιμοποιείται η λογιστική αξία των κοινών μετοχών.
2. Εάν υπάρχουν παραπάνω από μία κλάσεις μετοχών, η χρηματιστηριακή αξία όλων των μετοχών πρέπει να συμπεριληφθεί στον υπολογισμό του δείκτη.

Ποια είναι η ερμηνεία του δείκτη?

Όταν αγοράζει κάποιος μια εταιρία, συνήθως πληρώνει δύο διαφορετικά πράγματα: αφενώς την αξία των στοιχείων του ενεργητικού της εταιρίας που έχουν πληρωθεί από ίδια κεφάλαια της εταιρίας, και αφετέρου τα άυλα περιουσιακά της στοιχεία, ή τον αποκαλούμενο «αέρα» που αποτελεί την αμοιβή που καταβάλλει ο αγοραστής στον πωλητή, επειδή του παραδίδει ένα σύνολο περιουσιακών στοιχείων διαρθρωμένο κατά τέτοιο τρόπο, έτσι ώστε αυτό να παράγει κέρδη. Ο «αέρας» λοιπόν αποτελεί την αμοιβή που καταβάλλει ο αγοραστής στον πωλητή για την αναμενόμενη επίτευξη μελλοντικών κερδών και τις αφανείς υπεραξίες των στοιχείων της εταιρίας.

Όταν η τιμή του δείκτη της τρέχουσας χρηματιστηριακής τιμής μιας μετοχής προς την λογιστική της αξία ισούται με τη μονάδα, τότε ο αγοραστής πληρώνει μόνο για την απόκτηση των ιδίων κεφαλαίων της εταιρίας, και καθόλου για τον «αέρα», ή την τυχόν υπεραξία των παγίων κ.λ.π. στοιχείων. Άρα:

Rule of thumb:

- α) Δείκτης PBV μικρότερος της μονάδας → υποτιμημένες εταιρίες
- β) Δείκτης PBV μεγαλύτερος της μονάδας → υπερτιμημένες εταιρίες

Σε μία αποτελεσματική αγορά:

1. PBV >> 1: αφορά εταιρίες GROWTH
2. PBV ~ 1 : αφορά εταιρίες VALUE

2.2. ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΟΝΤΕΛΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

$$\frac{D}{P} \rightarrow \frac{\text{Μέρισμα Ανά Μετοχή}}{\text{Χρηματιστηριακή Τιμή}}$$

Αξιολογεί ουσιαστικά την απόδοση που προσφέρει η εταιρία σε μέσο-μακροπρόθεσμους επενδυτές. Επικριτές του Δείκτη αναφέρουν ότι Υψηλή Μερισματική Απόδοση, στερεί κεφάλαια από την εταιρία, τα οποία σε περιόδους Οικονομικής Αστάθειας ή Υψηλών Επιτοκίων, έχουν υψηλό κόστος.

Ο δείκτης αυτός δείχνει πόσα χρόνια απαιτούνται για να πάρουμε τα χρήματά μας πίσω με την προϋπόθεση ότι τα κέρδη της εταιρίας διατηρούνται σταθερά. Εναλλακτικά, μας ορίζει τι πρέπει να πληρώσει ένας επενδυτής για κάθε μονάδα κερδών. Για το λόγο αυτό ονομάζεται και πολλαπλασιαστής κερδών.

Όσο υψηλότερη είναι η μερισματική απόδοση, τόσο καλύτερη θεωρείται μια μετοχή, όταν οι υπόλοιποι παράγοντες αξιολόγησης είναι ίδιοι.

2.2. ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΟΝΤΕΛΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

$$\frac{EV}{EBITDA} \rightarrow \frac{\text{Enterprise Value}}{\text{Κέρδη Προ Φόρων, Τόκων και Αποσβέσεων}}$$

Εξαιρετικά σημαντικός δείκτης επίσης, ο δείκτης 'Enterprise Value / EBITDA), ο οποίος χρησιμοποιείται εναλλακτικά του δείκτη PER, ιδιαίτερα στις περιπτώσεις εξαγοράς της υπό εξέταση εταιρίας, διότι λαμβάνει υπόψη τη μόχλευση (δανεισμό) της εταιρίας. Συχνά αναφέρεται ως Πολλαπλασιαστής των EBITDA

Επίσης, ο δείκτης αυτός δεν επηρεάζεται από την κεφαλαιακή διάρθρωση της υπό εξέταση εταιρίας, ενώ είναι ο πλέον δημοφιλής δείκτης στις περιπτώσεις εξαγορών.

Το 'Enterprise value' ισούται με την Αγοραία Κεφαλαιοποίηση της εταιρίας, συν τα δάνεια, μείον τα ρευστά διαθέσιμα)

Ένας χαμηλός δείκτης σημαίνει ότι η εταιρία ίσως είναι υποτιμημένη.

Ο δείκτης αυτός χρησιμοποιείται κυρίως στις κάτωθι περιπτώσεις:

1. Για σύγκριση εταιριών που δραστηριοποιούνται σε διαφορετικές χώρες, γιατί αγνοεί την επίδραση των τοπικών φορολογικών συντελεστών
2. Για εύρεση ελκυστικών εταιριών προς εξαγορά (αφού λαμβάνει υπόψη και την αγοραία κεφαλαιοποίηση της υπό εξέταση εταιρίας).

2.2. ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΟΝΤΕΛΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΚΑΙ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΕΩΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ FOURLIS (πηγή: www.ase.gr)

FOURLIS ΟΜΙΛΟΣ ΕΤΑΙΡΙΩΝ FOURLIS ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ

Αριθμός Μητρώου Ανωνύμων Εταιρειών 13110/06/Β/86/01 - ΕΔΡΑ: Λ.ΚΗΦΙΣΙΑΣ 340 - 154 51 Ν.ΨΥΧΙΚΟ

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΙ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΕΣ ΧΡΗΣΗΣ από 1 Ιανουαρίου 2009 έως 31 Δεκεμβρίου 2009

(δημοσιευμένα βάσει του κ.ν.2190/20, άρθρο 135 για επιχειρήσεις που συντάσσουν επίσης οικονομικές καταστάσεις, ενοποιημένες και μη, κατά τα ΔΛΠ)

Τα παρακάτω στοιχεία και πληροφορίες, που προκύπτουν από τις οικονομικές καταστάσεις, στοχεύουν σε μία γενική ενημέρωση για την οικονομική κατάσταση και τα αποτελέσματα της FOURLIS ΑΝΩΝΥΜΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ και του ΟΜΙΛΟΥ FOURLIS. Συνιστούμε επομένως την αναγνώστη, πριν προβεί σε οποιαδήποτε είδους επενδυτική επιλογή ή άλλη συναλλαγή με τον εκδότη, να ανατρέξει στη διεύθυνση διαδικτύου του εκδότη, όπου αναρτώνται οι οικονομικές καταστάσεις καθώς και η έκθεση ελέγχου του ορκωτού ελεγκτή λογιστή όποτε αυτή απαιτείται.

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ (ενοποιημένη και ατομική) ποσά εκφρασμένα σε χιλιάδες €

	ΕΝΟΠΙΩΜΕΝΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ		ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
	31/12/2009	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2008
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ				
Μη Κυκλοφορούν Ενεργητικό				
Ιδιοχρησιμοποιούμενα Ενσώματα περιουσιακά στοιχεία	193.252	212.487	86	71
Επενδύσεις σε ακίνητα	20.387	23.822	0	0
Άλλα περιουσιακά στοιχεία	12.578	5.145	123	35
Συμμετοχές	9.755	95	88.570	88.267
Μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	14.480	5.065	138	180
Αναβαλλόμενοι φόροι	2.460	1.244	58	46
Σύνολο μη κυκλοφορούντος ενεργητικού	252.911	247.858	88.975	88.599
Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία ενεργητικού				
Αποθέματα	105.619	110.655	0	0
Φόρος εισοδήματος εισπρακτέος	15.092	12.767	3.870	3.281
Απαιτήσεις από πελάτες	108.519	139.582	449	482
Λοιπά κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	15.938	24.504	110	319
Ταμειακά διαθέσιμα & ισοδύναμα	94.140	104.218	21.547	40.343
Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία κατεχόμενα προς πώληση	0	49	0	47
Σύνολο κυκλοφορούντος ενεργητικού	339.308	391.775	25.977	44.472
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	592.220	639.633	114.951	133.071
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ				
Ίδια Κεφάλαια αποδιδόμενα στους μετόχους της μητρικής				
Μετοχικό κεφάλαιο	50.953	50.953	50.953	50.953
Αποθεματικά υπέρ το άρτιο	11.864	11.864	12.208	12.208
Αποθεματικά	66.733	66.152	30.781	29.151
Αδιανέμητα κέρδη	84.894	74.784	17.205	33.664
Σύνολο Ίδιων Κεφαλαίων ιδιοκτητών μητρικής (α)	214.444	203.753	111.146	125.976
Δικαιώματα μειοψηφίας (β)	1.019	945	0	0
Σύνολο Ίδιων Κεφαλαίων (γ)=(α)+(β)	215.463	204.698	111.146	125.976
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ				
Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις				
Μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	92.334	87.054	0	0
Παράξεις προσωπικού	2.254	1.855	29	24
Προβλέψεις	251	265	0	0
Αναβαλλόμενοι φόροι	5.699	4.940	0	0
Άλλες μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	4.002	164	121	163
Σύνολο Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων	104.540	94.278	150	187
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις				
Βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις	49.726	67.114	0	0
Βραχυπρόθεσμο μέρος μακροπρόθεσμων δανειακών υποχρεώσεων	9.755	91.585	0	0
Φόρος εισοδήματος	20.657	20.550	2.788	5.924
Προμηθευτές και λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	192.078	163.408	867	984
Σύνολο Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων	272.216	342.657	3.655	6.908
Σύνολο Υποχρεώσεων (δ)	376.756	436.935	3.805	7.095
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ (γ)+(δ)	592.220	639.633	114.951	133.071

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΣΥΝΟΛΙΚΩΝ ΕΣΟΔΩΝ (ενοποιημένη και ατομική) ποσά εκφρασμένα σε χιλιάδες €

	ΕΝΟΠΙΩΜΕΝΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ		ΕΤΑΙΡΕΙΑ	
	1/1-31/12/2009	1/1-31/12/2008	1/1-31/12/2009	1/1-31/12/2008
Κύκλος εργασιών	751.722	784.447	0	0
Κόστος πωληθέντων	-521.402	-546.347	0	0
Μικτά κέρδη	230.320	238.100	0	0
Λοιπά έσοδα εκμετάλλευσης	25.004	42.355	2.115	24.573
Έξοδα λειτουργίας διάθεσης	-157.151	-150.080	0	0
Έξοδα διοικητικής λειτουργίας	-30.698	-31.809	-2.576	-1.840
Λοιπά έξοδα εκμετάλλευσης	-4.778	-7.070	-371	-20
Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων	62.698	91.496	-831	22.713
Χρηματοοικονομικά έξοδα	-12.397	-19.013	-1	-1
Χρηματοοικονομικά έσοδα	3.336	3.750	1.156	700
Έξοδα / έσοδα από συνδεδεμένες επιχειρήσεις	-358	0	6.000	11.000
Κέρδη προ φόρων	53.278	76.233	6.325	34.412
Φόρος εισοδήματος	-21.124	-20.591	-3.184	-5.731
Κέρδη μετά από φόρους (Α)	32.154	55.642	3.141	28.681
Κατανέμονται σε:				
- Ιδιοκτήτες μητρικής	31.621	55.057	3.141	28.681
- Δικαιώματα μειοψηφίας	533	585	0	0
Καθαρά κέρδη περιόδου (Α)	32.154	55.642	3.141	28.681
Λοιπά συγκεντρωτικά έσοδα				
Επίδραση ισολογισμών από τη μετατροπή οικονομικών καταστάσεων σε Ξ.Ν.	-403	-895	0	0
Αποτίμηση στην εύλογη αξία μέσων αναστάθμισης ταμειακών ροών	-535	0	0	0
Σχηματισμός αποθεματικού αναπροσαρμογής παγίων	0	12.304	0	0
Λοιπά συγκεντρωτικά έσοδα μετά από φόρους (Β)	-939	11.409	0	0
Συγκεντρωτικά συνολικά έσοδα μετά από φόρους (Α)+(Β)	31.215	67.051	3.141	28.681
Κατανέμονται σε:				
- Ιδιοκτήτες μητρικής	30.682	66.466	3.141	28.681
- Δικαιώματα μειοψηφίας	533	585	0	0
Κέρδη μετά από φόρους ανά μετοχή - βασικά (σε €)	0.6206	1.0805	0.0616	0.5629
Κέρδη μετά από φόρους ανά μετοχή - απομειωμένα (σε €)	0.6158	1.0789	0.0612	0.5621
Προτεινόμενο μέρισμα ανά μετοχή - βασικά (σε €)			0.2500	0.3600
Κέρδη προ φόρων, χρηματοοικονομικών, επενδ. αποτελεσμάτων και συνολικών αποσβέσεων	72.909	101.727	-812	22.727

2.2. ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΟΝΤΕΛΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΚΑΙ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΕΩΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ FOURLIS (πηγή: www.ase.gr)

Επίσης:

Τιμή 31.12.2009: 9,19 EUR

Αριθμός μετοχών: 50.952.920

Ρυθμός Αύξησης Κερδών: 4%

ΣΤΟΙΧΕΙΑ	
Τιμή ανά μετοχή	9,3 EUR
Αριθμος μετοχών	50.925.920
Καθαρά Κέρδη	32.154.000 EUR
Λογιστική Αξία Εταιρίας	215.463.000 EUR
Κέρδη ανά μετοχή	0,6314
Λογιστ. Αξία Ανά μετοχή	4,2309
Μέρισμα Περιόδου	18.807.000
Μέρισμα Ανά μετοχή	0,3691

ΔΕΙΚΤΗΣ	
P/E	14,73
PEG	3.6823
PBV	2,19
D/P	3,96%

Άσκηση 1. Η αξία μίας μετοχής αποτιμάται σύμφωνα με το Απλό Στατικό Υπόδειγμα Αποτίμησης Μετοχών. Τα αναμενόμενα κέρδη ανά μετοχή για την εταιρία είναι 2,85 €, ενώ η ελάχιστη απαιτούμενη απόδοση από επενδυτικά στοιχεία που ανήκουν στην ίδια κατηγορία κινδύνου είναι 5%. Αν η τιμή της μετοχής στο «ταμπλό» βρίσκεται στα 52 €, πιστεύεται ότι είναι δυνατόν να επιτευχθούν υπερκέρδη ???

Άσκηση 2. Η αξία μίας μετοχής αποτιμάται σύμφωνα με το Απλό Στατικό Υπόδειγμα Αποτίμησης Μετοχών. Υπολογίστε τα Μέσα Αναμενόμενα Κέρδη ανά έτος, αν η τιμή της είναι 10 € και η ελάχιστη απαιτούμενη Απόδοση 10%. Ποιος είναι ο αναμενόμενος E.B.A. ?

Άσκηση 3. Η εταιρία ALKA έχει σταθερά κέρδη 2 €/μετοχή, τα οποία και διανείμει στο σύνολο τους στους μετόχους της. Ξεκινώντας από τα κέρδη του 3ου έτους η εταιρία παρακρατεί το 50% των κερδών προκειμένου την υλοποίηση κάθε έτους επενδυτικών σχεδίων με EBA 20%. Τα επενδυτικά σχέδια αναμένεται να αποδώσουν 1 έτος μετά. Αν η Μέση Ελάχιστη απαιτούμενη απόδοση της εταιρίας είναι 15%, να υπολογίσετε την Εσωτερική Αξία της Μετοχής

Άσκηση 4. Η μετοχή της εταιρίας CITY AKINHTA, διαπραγματεύεται στην τιμή των 3,05€. Με βάση το Business Plan της εταιρίας, για το έτος 2004 αναμένονται κέρδη ανά μετοχή 0,3€ ενώ από το 2005 και μετά οπότε και η εταιρία ολοκληρώνει το επενδυτικό της Πλάνο (το οποίο συνίστατο σε αγορές ακινήτων σε κεντρικά σημεία αστικών περιοχών) αναμένονται κέρδη 0,5€ ανά μετοχή στο Διηνεκές. Η Διοίκηση της εταιρίας ακολουθεί μία πολιτική εσωτερικής χρηματοδότησης από τα Καθαρά Κέρδη, παρακρατώντας κάθε φορά το 60% και διανέμοντας το υπόλοιπο ως μέρισμα. Αν το μοντέλο αποτίμησης της μετοχής είναι με βάση τα αναμενόμενα μερίσματα, να χαρακτηρίσετε το βαθμό αποτελεσματικότητας της αγοράς ως προς την τιμή διαπραγματεύσεως σήμερα (02/01/2004) και να προτείνεται την κατάλληλη κίνηση σε κάποιο επενδυτή, ο οποίος προτίθεται να αγοράσει μετοχές της συγκεκριμένης εταιρίας. Η ελαχιστη απαιτούμενη απόδοση ή κόστος κεφαλαίου είναι 10%

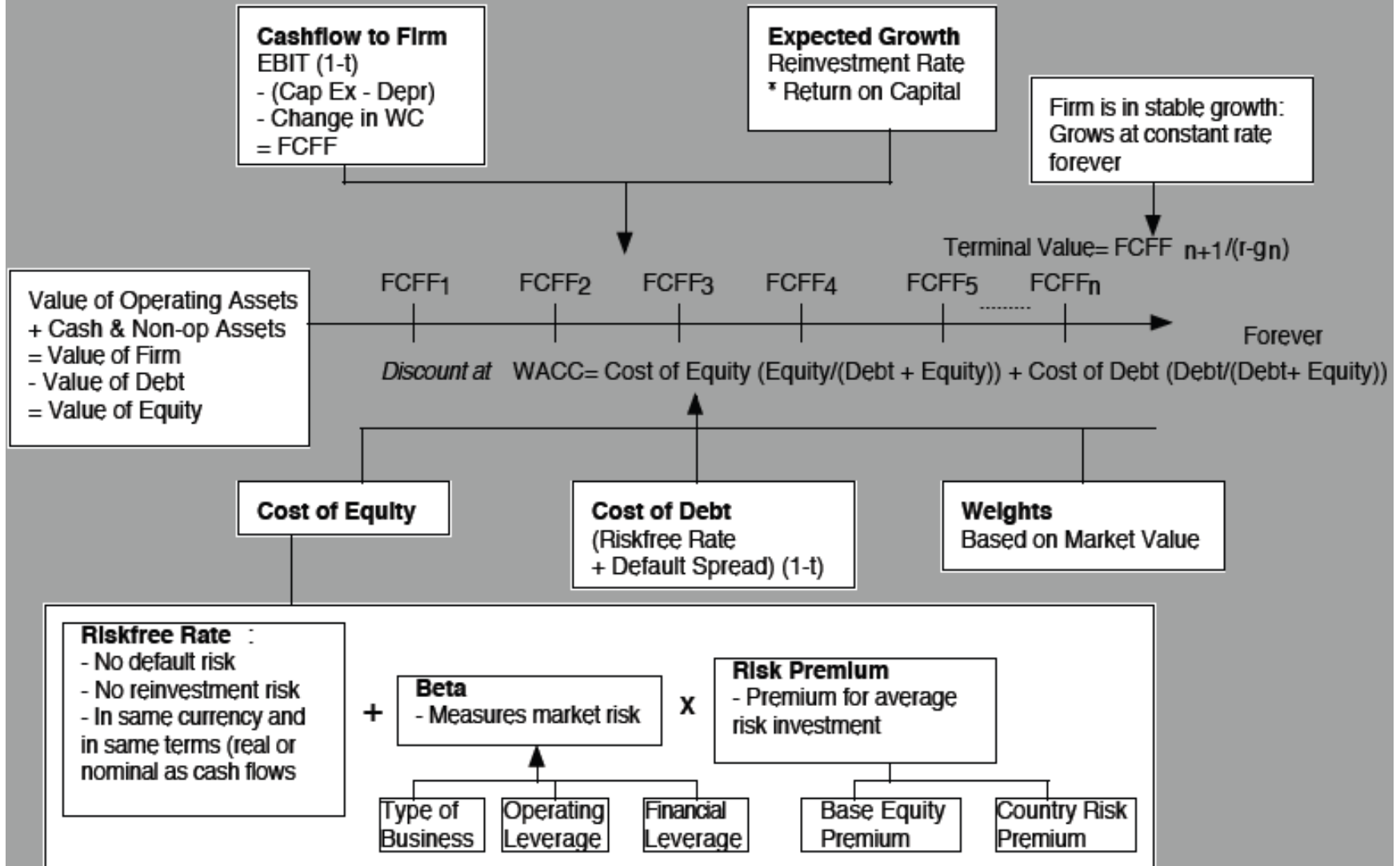
Άσκηση 5. Η μετοχή της εταιρίας ΕΔΑΦΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΑΤΕ, διαπραγματεύεται στις 2/1/2006 στην τιμή των 5,05€. Με βάση τα Οικονομικά Αποτελέσματα της εταιρίας, για το Οικονομικό έτος 2005, αναμένονται κέρδη ανά μετοχή 0,643€ εκ των οποίων, η Διοίκηση αποφασίζει να διανείμει ως Μέρισμα το 70% (Payout Ratio). Ακολουθώντας μία σταθερή Μερισματική Πολιτική και με βάση τις επενδύσεις από τα Παρακρατηθέντα Κέρδη, ο μέσος ετήσιος ρυθμός μέγεθυνσης των κερδών (g) για τα επόμενα 4 έτη, εκτιμάται σε 3,6%, ενώ ο ρυθμός αυτός αναμένεται να μειωθεί σε 3% από το 5ο έτος και για πάντα. Εάν τα κόστος Κεφαλαίου είναι 8%, να υπολογίσετε την Εσωτερική Αξία της Μετοχής, χρησιμοποιώντας το κατάλληλο Μοντέλο Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών.

Άσκηση 6. Επιχειρούμε την αποτίμηση της εταιρίας VRIGER, με βάση τα στοιχεία που δίνονται στον διπλανό Πίνακα. Εάν το Σύνολο του Καθαρού Δανεισμού της εταιρίας σήμερα, ανέρχεται σε 1, 980 € (ποσά σε 000 €) και η εταιρία έχει εκδώσει 4,000,000 μετοχές, να υπολογίσετε την εσωτερική αξία της μετοχής χρησιμοποιώντας το κατάλληλο Μοντέλο Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών.

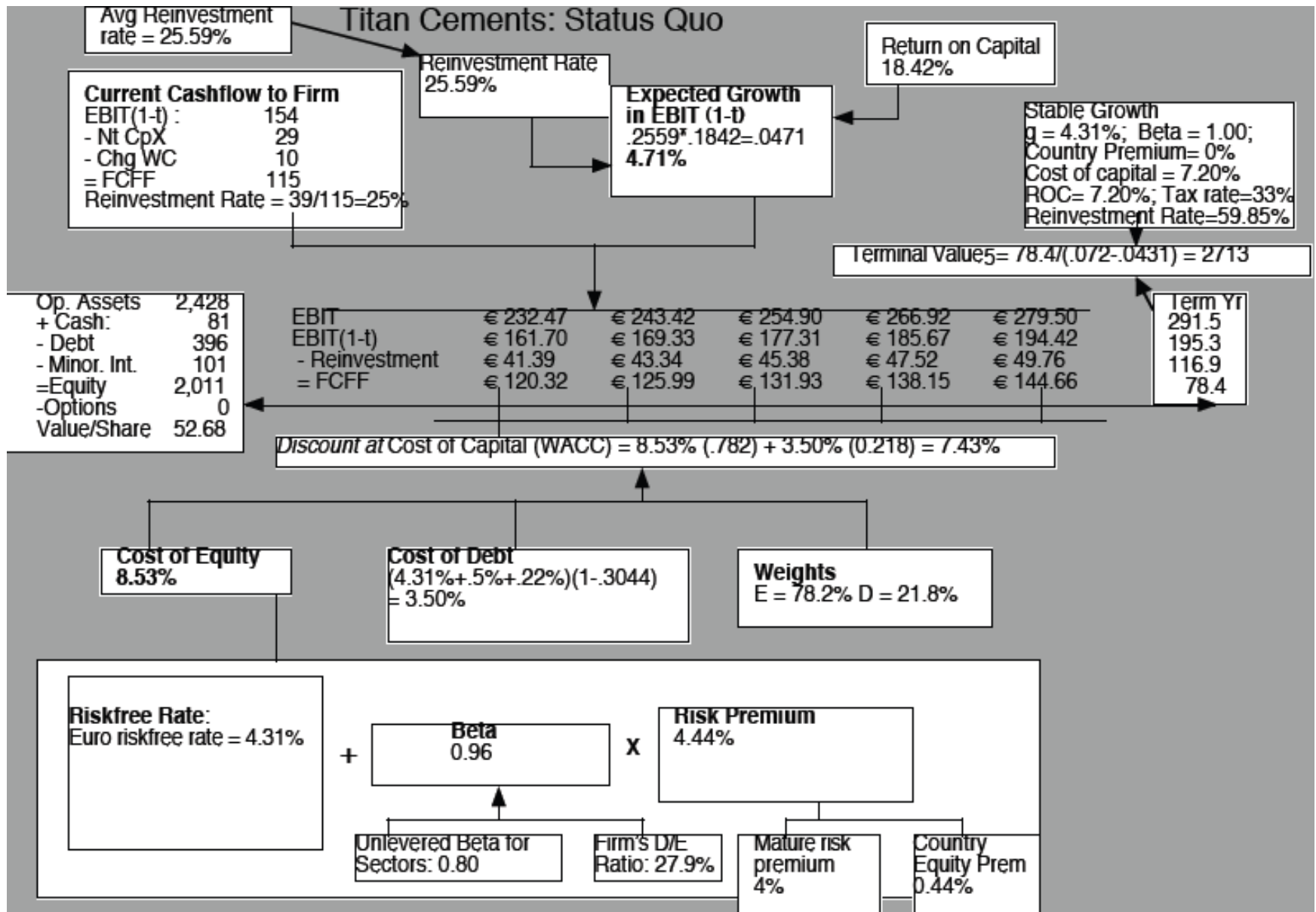
Κόστος Μετοχικού Κεφαλαίου (CAPM) (k)	10,0%			
Κόστος Δανειακών Κεφαλαίων (kd)	6,0%			
Ίδια/Συνολικά Κεφάλαια	60,0%			
Φορολογικός Συντελεστής	25,0%			
Ρυθμός Μεγέθυνσης ΑΤΡΕ μετά το 4ο έτος	2,0%			
	1	2	3	4
Καθαρά Κέρδη	3.000,0	3.450,0	3.967,5	4.562,6
Αποσβέσεις	400,0	500,0	550,0	600,0
Τόκοι	40,0	60,0	65,0	60,0
Μεταβολές Κεφαλαίου Κίνησης	200,0	100,0	120,0	110,0
Επενδύσεις σε Πάγια	1.650,0	1.380,0	3.380,0	3.200,0
(ΑΤΡΕ) FCFF	1.590,0	2.530,0	1.082,5	1.912,6
Προεξοφλημένες ΑΤΡΕ	1.471,9	2.168,1	858,7	1.404,5

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

DISCOUNTED CASHFLOW VALUATION



ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ



ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ - ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

Βιβλιογραφία

Elton, E., Gruber, M., Brown, S., Goetzmann, W., 'Modern Portfolio Theory Investment Analysis', Κεφάλαιο 18
Fabozzi, F, Modigliani, F., 'Capital Markets, Institutions and Instruments', Ενότητα 2
Damodaran, A., 'Investment Valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset'
Ross, S., Westerfield, R., Jaffe, J., 'Corporate Finance', Κεφάλαιο 18

Αρθρογραφία

Miller, M., Modigliani, F. (1961), 'Dividend Policy, Growth and the Valuation of shares', Journal of Business
Cragg, J.G., and B.G. Malkiel, 1968, 'The Consensus and Accuracy of Predictions of the Growth of Corporate Earnings', Journal of Finance, v23, 67-84.
Jacobs, B.I. and K.N. Levy, 1988b, 'On the Value of 'Value'', Financial Analysts Journal, Vol 44, 47-62.
Wilcox, J.W., 'The P/B-ROE Valuation Model', Financial Analysts Journal, v40, 58-66.