

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ .....	15
ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΠΙΝΑΚΩΝ .....	16
ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ - ΓΡΑΦΗΜΑΤΩΝ .....	17
ΠΡΟΛΟΓΟΣ .....	19
ΕΥΧΑΡΙΣΤΗΡΙΑ.....	21
ΓΕΝΙΚΑ.....	23
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1</b>	
ΟΡΙΣΜΟΙ.....	25
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2</b>	
Η ΑΞΙΑ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ .....	27
2.1. Η αξία της επιχείρησης, το μεγάλο ερωτηματικό.....	27
2.1.1. Η αξία της επιχείρησης.....	27
2.1.2. Η αξία του μετοχικού κεφαλαίου.....	27
2.1.3. Η αξία της επιχείρησης και οι βασικοί εξωτερικοί παράγοντες που την επηρεάζουν.....	28
2.2. Ποιους ενδιαφέρει η αποτίμηση .....	29
2.3. Βασικά ερωτήματα .....	31
2.4. Μύθοι για την Αποτίμηση .....	36
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3</b>	
ΕΞΑΓΟΡΕΣ - ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ .....	41
3.1. Γενικά .....	41
3.2. Λόγοι αποτυχίας συγχωνεύσεων - εξαγορών .....	41
3.3. Βήματα για μία επιτυχημένη εξαγορά - συγχώνευση.....	46
3.4. Οι εξαγορές – Συγχωνεύσεις στην Ελλάδα (1999-2003).....	47
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4</b>	
Η ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΚΑΙ ΟΙ ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ .....	55
4.1. Τεχνική Ή Επιστήμη.....	55
4.2. Γενικά περί Μεθόδων Αποτίμησης.....	56
4.3. Οι μέθοδοι Αποτίμησης της Αξίας με κριτήριο κατάταξης τα εργαλεία αποτίμησης.....	57
4.3.1. Μέθοδοι του ιστορικού πραγματικού κόστους ή κόστους αποκτήσεως .....	57

4.3.2. Οι μέθοδοι που στηρίζονται στις τρέχουσες αξίες.....	57
4.3.3. Χρηματιστηριακές μέθοδοι.....	59
4.3.4. Οι μέθοδοι των ταμιακών ροών (Discounted Cash Flows – DCF).	62
4.3.5. Η μέθοδος της προστιθέμενης οικονομικής αξίας (Economic Value Added-EVA).....	62
4.3.6. Η μέθοδος των κεφαλαιοποιημένων οργανικών κερδών.....	63
4.3.7. Η μέθοδος της κεφαλαιοποίησης της Υπερ-προσόδου.....	63
4.3.8. Η μέθοδος της συγκριτικής ανάλυσης εισηγμένων εταιριών και χρήσης δεικτών κεφαλαιαγοράς .....	64
4.3.9. Η μέθοδος των συγκριτικών συναλλαγών .....	65
4.4. Καταλληλότητα των μεθόδων αποτίμησης.....	65
4.5. Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα των μεθόδων αποτίμησης.....	66
4.5.1. Μέθοδος της Καθαρής Περιουσιακής Θέσης.....	67
4.5.2. Η μέθοδος των προεξοφλημένων ταμιακών ροών.....	67
4.5.3. Η μέθοδος της προεξόφλησης των υπερπρόσόδων των τελευταίων ή των επομένων 5 ετών.....	68
4.5.4. Η μέθοδος της Προστιθέμενης Οικονομικής Αξίας (ΠΟΑ) .....	69
4.5.5. Η μέθοδος των κεφαλαιοποιημένων οργανικών κερδών.....	70
4.5.6. Χρηματιστηριακές μέθοδοι (Η μέθοδος της χρηματιστηριακής τιμής, η μέθοδος των προεξοφλημένων μερισμάτων, P/E, TRS) .....	71
4.5.7. Η μέθοδος της συγκριτικής ανάλυσης εισηγμένων εταιριών και χρήσης δεικτών κεφαλαιαγοράς .....	72
4.5.8. Η μέθοδος των συγκριτικών συναλλαγών .....	73
4.6. Διακρίσεις μεταξύ των μεθόδων αποτίμησης & Χρονική Εξέλιξη της προτίμησης χρήσης τους.....	74
4.7. Μέθοδοι αποτίμησης και Χρήστες .....	75
4.8. Δομή της μελέτης αποτίμησης.....	76

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5**

ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΗΣ ΚΑΘΑΡΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΗΣ ΘΕΣΗΣ .....	82
5.1. Γενικά .....	82
5.1.1. Η επίδραση των ΔΠΧΑ στην μέθοδο .....	82
5.1.2. Εκτίμηση της αξίας των στοιχείων ενεργητικού - παθητικού .....	83
5.1.3. Η επίδραση της κυβερνητικής αναπτυξιακής πολιτικής.....	84
5.1.4. Η επίδραση της φορολογίας.....	85
5.1.5. Η εφαρμογή της μεθόδου κάτω από ιδιαίτερες συνθήκες (εκκαθάριση).....	86
5.2. Υποθέσεις και Δεδομένα στα οποία βασίζεται η αποτίμηση.....	87
5.2.1. Τρόπος Υπολογισμού της Καθαρής Θέσης .....	87
5.2.2. Βασικές λογιστικές αρχές και δομές καταστάσεων .....	88
5.3. Εφαρμογή της Μεθόδου .....	89

5.3.1. Η πρώτη εναλλακτική της μεθόδου .....	90
5.3.2. Η δεύτερη εναλλακτική της μεθόδου .....	91
5.4. Σύγκριση .....	92
5.5. Συμπεράσματα .....	92
5.6. Παράδειγμα .....	93
5.6.1. Γενικά .....	93
5.6.2. Υποθέσεις και δεδομένα στα οποία βασίζεται η αποτίμηση .....	93
5.6.3. Εφαρμογή της μεθόδου .....	98
5.6.4. Σύγκριση .....	100
5.6.5. Συμπεράσματα .....	100

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6**

ΜΕΘΟΔΟΙ ΤΗΣ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΤΩΝ ΤΑΜΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ .....	102
6.1. Γενικά .....	102
6.1.1. Παραδοχές .....	102
6.1.2. Ωφέλειες από την χρήση των καταστάσεων ταμιακών ροών και λόγοι υιοθέτησής τους ως μέσο αποτίμησης .....	103
6.1.3. Γιατί ταμιακές ροές; .....	106
6.1.4. Ο «μηχανισμός» δημιουργίας της αξίας με βάση τις ταμιακές ροές .....	110
6.2. Ορισμοί .....	110
6.3. Παραδείγματα Ανάδειξης της Σημασίας των Ταμιακών Ροών .....	111
6.3.1. Παράδειγμα 1 .....	111
6.3.2. Παράδειγμα 2 .....	112
6.4. Ανάλυση των μεθόδων που βασίζονται στις ταμιακές ροές και η επιλογή της σωστής για την αποτίμηση .....	113
6.4.1. Ελεύθερες Ταμιακές Ροές – Ταμιακές Ροές Συνολικού Κεφαλαίου – Ταμιακές Ροές Μετοχικού Κεφαλαίου .....	114
6.4.2. Χρήση Πραγματικών αντί για Ονομαστικών Ταμιακών Ροών και Συντελεστών Προεξόφλησης .....	115
6.4.3. Προεξόφληση Ταμιακών Ροών Προ Φόρων – Ταμιακών Ροών μετά από φόρους .....	115
6.4.4. Η Προεξόφληση Ταμιακών Ροών με βάση τύπους .....	115
6.5. Υποθέσεις και Δεδομένα στα οποία βασίζεται η αποτίμηση .....	116
6.5.1. Γενικές υποθέσεις και δεδομένα .....	116
6.5.2. Αριθμοδείκτες ταμιακών ροών .....	117
6.5.3. Το κόστος ευκαιρίας .....	118
6.6. Εφαρμογή της Μεθόδου .....	118
6.6.1. Το πρόβλημα του υπολογισμού των ταμιακών πλεονασμάτων .....	120
6.6.2. Ο Συντελεστής Προεξόφλησης .....	131
6.6.3. Χρονικός ορίζοντας πρόβλεψης .....	134

6.6.4. Η Υπολειμματική Αξία .....	135
6.7. Σύγκριση .....	141
6.7.1. Παράδειγμα Σύγκρισης με ΚΠΑ και ΕΠΑ .....	141
6.7.2. Επιλογή της μεθόδου σύγκρισης .....	142
6.8. Συμπεράσματα .....	142
6.9. Παράδειγμα .....	142
6.9.1. Γενικές Παρατηρήσεις για τις Ταμιακές Ροές (T.P.) .....	143
6.9.2. Οριζόντια Ανάλυση των Ταμιακών Ροών .....	147
6.9.3. Κάθετη Ανάλυση των Ταμιακών Ροών .....	151
6.9.4. Αριθμοδείκτες Ταμιακών Ροών .....	151
6.9.5. Πρόβλεψη Ταμιακών Ροών .....	152
6.9.6. Υπολογισμός του Συντελεστή Προεξόφλησης .....	155
6.9.7. Σύγκριση .....	156
6.9.8. Συμπεράσματα .....	156

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7**

Η ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΗΣ ΥΠΕΡ-ΠΡΟΣΟΔΟΥ .....	158
7.1. Γενικά .....	158
7.2. Υποθέσεις και Δεδομένα στα οποία βασίζεται η αποτίμηση.....	159
7.3. Εφαρμογή της Μεθόδου .....	161
7.3.1. Υπολογισμός των Προβλεπόμενων Προσαρμοσμένων Αποτελεσμάτων Χρήσεως .....	163
7.3.2. Προσαρμογή των ισολογισμών.....	164
7.3.3. Υπολογισμός του απασχολούμενου κεφαλαίου της επιχείρησης .	164
7.3.4. Υπολογισμός των οργανικών κερδών για την επόμενη πενταετία	165
7.3.5. Υπολογισμός των τόκων απασχολούμενου κεφαλαίου .....	165
7.3.6. Υπολογισμός της υπερπροσόδου (αφαίρεση από τα οργανικά ή λειτουργικά κέρδη των τόκων) .....	166
7.3.7. Υπολογισμός του μέσου όρου των υπερπροσόδων και ΚΠΑ αξίας τους .....	167
7.3.8. Η μέθοδος της Καθαρής Περιουσιακής Θέσης προσαυξημένης κατά την υπερπρόσοδο της τελευταίας πενταετίας .....	168

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8**

Η ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ (ECONOMIC VALUE ADDED Ή ECONOMIC PROFIT).....	170
8.1. Γενικά για την μέθοδο της Προστιθέμενης Οικονομικής Αξίας (ΠΟΑ) .....	170
8.2. Τα 4M της ΠΟΑ .....	173
8.2.1. Επιμέτρηση (Measurement).....	173
8.2.2. Σύστημα Διοίκησης (Management System) .....	173

8.2.3. Σύστημα Κινήτρων (Motivation System) .....	173
8.2.4. Συμπεριφορά (Mindset) .....	173
8.3. Υποθέσεις και Δεδομένα στα οποία βασίζεται η αποτίμηση.....	174
8.4. Εφαρμογή της Μεθόδου .....	174
8.4.1. Υπολογισμός με βάση τον λειτουργικό τύπο.....	176
8.4.2. Υπολογισμός με βάση τον χρηματοοικονομικό τύπο .....	178
8.4.3. Ανεπάρκειες της μεθόδου ΠΟΑ – Προσαρμογές στους λογαριασμούς.....	179
8.4.4. Τρόποι βελτίωσης της ΠΟΑ .....	182
8.5. Σύγκριση.....	183
8.6. Συμπεράσματα .....	183
8.7. Παράδειγμα.....	183

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9**

Η ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΜΕΝΩΝ ΟΡΓΑΝΙΚΩΝ ΚΕΡΔΩΝ .....	187
---	-----

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 10**

ΟΙ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΜΕΘΟΔΟΙ.....	189
10.1. Γενικά .....	189
10.2. Υποθέσεις και Δεδομένα στα οποία βασίζεται η αποτίμηση.....	189
10.2.1. Η μέθοδος της χρηματιστηριακής τιμής .....	189
10.2.2. Η μέθοδος της προεξόφλησης των μελλοντικών μερισμάτων....	191
10.2.3. Η μέθοδος του P/E – EPS .....	191
10.2.4. Η μέθοδος της Συνολικής Απόδοσης Μετόχου [Total Return to Shareholder (TRS)].....	192
10.2.5. Η μέθοδος της επιτροπής κεφαλαιαγοράς .....	192
10.2.6. Η μέθοδος της Αγοραίας Προστιθέμενης Αξίας (Market Value Added) .....	192
10.3. Εφαρμογή της Μεθόδου .....	193
10.3.1. Η μέθοδος της χρηματιστηριακής τιμής .....	193
10.3.2. Η μέθοδος της προεξόφλησης των μελλοντικών μερισμάτων....	193
10.3.3. Η μέθοδος του P/E – EPS, TRS.....	194
10.3.4. Η μέθοδος της Συνολικής Απόδοσης Μετόχου [Total Return to Shareholder (TRS)].....	195
10.3.5. Η μέθοδος της επιτροπής κεφαλαιαγοράς .....	195
10.3.6. Η μέθοδος της Αγοραίας Προστιθέμενης Αξίας (Market Value Added) .....	196
10.4. Σύγκριση.....	196
10.4.1. Η μέθοδος της προεξόφλησης των μελλοντικών μερισμάτων....	196
10.4.2. Η μέθοδος του P/E – EPS .....	196

10.4.3. Η μέθοδος της Αγοραίας Προστιθέμενης Αξίας (Market Value Added) .....	202
10.5. Παραδείγματα .....	202
10.5.1. Τεχνική Ανάλυση.....	202
10.5.2. Ανάλυση καταστάσεων και ανάλυση αριθμοδεικτών .....	205

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 11**

Η ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΗΣ ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΚΑΙ ΧΡΗΣΗΣ ΔΕΙΚΤΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ .....	209
11.1. Γενικά .....	209
11.2. Υποθέσεις και Δεδομένα στα οποία βασίζεται η αποτίμηση.....	211
11.3. Εφαρμογή της Μεθόδου .....	212
11.3.1. Αλγόριθμος εφαρμογής .....	212
11.3.2. Κατηγορίες δεικτών.....	213
11.4. Σύγκριση.....	214
11.5. Παράδειγμα.....	215

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 12**

Η ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΩΝ ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ.....	219
---	-----

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 13**

ΔΙΟΡΘΩΣΕΙΣ / ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ ΕΠΙ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ .....	221
13.1. Γενικά .....	221
13.2. Διορθώσεις επί των Χρηματοοικονομικών καταστάσεων και Στοιχείων .....	221
13.2.1. Γενικά επί των διορθώσεων.....	221
13.2.2. Διορθώσεις στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις – αποτίμηση λογαριασμών.....	222
13.3. Συγκρίσεις με Κλαδικά Στοιχεία και Πρότυπες Καταστάσεις.....	227

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 14**

ΑΝΑΛΥΣΗ ΙΣΤΟΡΙΚΩΝ ΚΑΙ ΚΛΑΔΙΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ.....	229
14.1. Ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων .....	229
14.2. Έλεγχος πιθανής χρεοκοπίας ή Φερεγγυότητας με το Z-score του Altman .....	229

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 15**

ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ - WACC (ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ).....	233
15.1. Το Κόστος Κεφαλαίου.....	233
15.1.1. Capital Asset Pricing Model (CAPM).....	234

15.1.2. Arbitrage Pricing Model (APM).....	236
15.1.3. Μοντέλο μεγέθυνσης μερισμάτων.....	237
15.2. Το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (WACC).....	237

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 16**

<b>ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ</b> .....	241
16.1. Βήματα για την δημιουργία προβλέψεων .....	241
16.2. Προβλέψεις ρυθμών μεγέθυνσης.....	242
16.2.1. Αριθμητικός μέσος .....	243
16.2.2. Γεωμετρικός μέσος .....	243
16.2.3. Σταθμισμένος μέσος .....	243
16.2.4. Γραμμικά και μη γραμμικά μοντέλα.....	244
16.3. Προβλέψεις χρηματοοικονομικών μεγεθών .....	244
16.3.1. Επιχειρήσεις με προβλήματα ή ζημιογόνες .....	244
16.3.2. Κυκλικές επιχειρήσεις .....	245
16.3.3. Επιχειρήσεις με μη λειτουργικά στοιχεία ενεργητικού.....	245
16.3.4. Επιχειρήσεις με σημαντικά άυλα στοιχεία ενεργητικού (πνευματικά δικαιώματα, πατέντες, κλπ.) και options προϊόντων.....	246
16.3.5. Επιχειρήσεις σε φάση αναδόμησης .....	246
16.3.6. Επιχειρήσεις εμπλεκόμενες σε συγχώνευση.....	247
16.3.7. Μη εισηγμένες επιχειρήσεις .....	247
16.3.8. Θέματα που πρέπει να ληφθούν υπόψη κατά τον υπολογισμό των προβλέψεων .....	247
16.4. Ανάλυση της συνάφειας των προβλέψεων .....	248
16.5. Τεχνική Ανάλυση ως εργαλείο για την εκτίμηση – προβλεψη της τιμής της μετοχής .....	248

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 17**

<b>ΠΡΟΣΔΟΚΙΕΣ ΚΑΙ ΑΞΙΑ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ</b> .....	251
--	-----

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 18**

<b>ΕΙΔΙΚΕΣ ΚΛΑΔΙΚΕΣ ΠΕΡΙΠΤΩΣΕΙΣ</b> .....	253
18.1. Αποτίμηση επιχειρήσεων Διαδικτύου.....	253
18.2. Αποτίμηση Τραπεζών .....	255
18.3. Αποτίμηση Ασφαλιστικών Επιχειρήσεων .....	255

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 19**

<b>Η ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ ΚΑΙ Η ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ</b> .....	257
---	-----

<b>ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ</b> .....	261
------------------------	-----

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΑΜΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ .....	263
ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑΤΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΕΩΝ.....	264
<i>Παράδειγμα 1</i> .....	264
<i>Παράδειγμα 2</i> .....	280
ΠΙΝΑΚΕΣ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ ΚΑΙ ΛΑΛΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΤΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΣΤΟ ΧΑΑ .....	305
<b>ΒΙΒΛΙΑ-ΑΡΘΡΑ</b> .....	327
ΒΙΒΛΙΑ.....	327
ΑΡΘΡΑ .....	328