

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΙΓΑΙΟΥ



ΤΜΗΜΑ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ

ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ – EXECUTIVE MBA

Διπλωματική Εργασία

Χρηματοοικονομική Ανάλυση και Αποτίμηση

Επιχειρήσεων:

Η περίπτωση της Walmart Inc.

Γεώργιος Ι. Μάνος

Επιβλέπων: Δρ. Ανδρέας Ανδρικόπουλος

Καθηγητής Παν. Αιγαίου

Χίος, 2022

«Εργασία υποβληθείσα στο Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα Σπουδών του Πανεπιστημίου Αιγαίου για την απόκτηση του Μεταπτυχιακού Διπλώματος Ειδίκευσης στη Διοίκηση Επιχειρήσεων για Στελέχη – Executive MBA»

Αφιέρωση

Στην οικογένειά μου

και

την Katia.

Ευχαριστίες

Θα ήθελα να ευχαριστήσω από καρδιάς τον Διευθυντή του Προγράμματος Μεταπτυχιακών Σπουδών *Executive MBA* του Πανεπιστημίου Αιγαίου και επιβλέποντα καθηγητή της διπλωματικής μου εργασίας κύριο Ανδρέα Ανδρικόπουλο, ο οποίος από την πρώτη στιγμή και κατά τη διάρκεια της συγγραφής της εργασίας υπήρξε επιστολαμένως καταλυτικός και ενθαρρυντικός ως προς τη διεκπεραίωσή της.

Επίσης, θα αποτελούσε σοβαρότατη παράλειψη να μην αναφερθώ σε όλους τους καθηγητές του προγράμματος σπουδών, οι οποίοι με τη συμβολή τους ξεχωριστά, έχουν καταστήσει το *Executive MBA* του Πανεπιστημίου Αιγαίου ένα ουσιώδες εφόδιο ακαδημαϊκής κατάρτισης για εμένα, που άρρηκτα και διακριτικά θα συνοδεύει τη μετέπειτα προσωπική και επαγγελματική μου πορεία.

Τέλος, θα ήθελα να ευχαριστήσω τους γονείς μου, Γιάννη και Κατερίνα, καθώς και τον αδερφό μου Κωνσταντίνο, για τη στήριξη και την υπομονή τους σε κάθε μου βήμα και φιλοδοξία.

Περίληψη

Στην παρούσα διπλωματική εργασία επιχειρείται η ανάλυση του θεωρητικού πλαισίου της αποτίμησης επιχειρήσεων, καθώς και η αντίστοιχη εμπειρική μελέτη μέσω της εφαρμογής της μεθόδου των προεξοφλημένων ταμειακών ροών (DCF) στην εταιρεία Walmart Inc. Η αποτίμηση επιχειρήσεων αποτελεί μία θεμελιώδη διαδικασία για τις επιχειρήσεις προκειμένου να προσδιοριστεί η πραγματική τους αξία στο συνεχώς μεταβαλλόμενο και ιδιαίτερα ανταγωνιστικό οικονομικό περιβάλλον. Αναλυτικότερα, στο πρώτο μέρος της εργασίας, το οποίο αποτελείται από 3 κεφάλαια, γίνεται εκτενής αναφορά στις έννοιες της αξίας, της αποτίμησης επιχειρήσεων καθώς και εκτεταμένη ανάπτυξη των κυριότερων προσεγγίσεων που περιλαμβάνει την μεθοδολογία, τα σημαντικότερα χαρακτηριστικά και ρόλο της κάθε μεθόδου: α) Με βάση τον ισολογισμό της εταιρείας (περιουσιακής θέσης), β) με βάση τις μελλοντικές ταμειακές ροές (DCF), γ) με βάση την οικονομική προστιθέμενη αξία (EVA) και, δ) με βάση τη συγκριτική ανάλυση (Multiples). Η εμπειρική μελέτη αναπτύσσεται στο δεύτερο μέρος της εργασίας στο οποίο διενεργείται χρηματοοικονομική ανάλυση βάσει των κύριων αριθμοδεικτών που δύνανται να προσδιορίσουν πτυχές της απόδοσης, ενώ, ακολουθεί η αποτίμηση της υπό εξέταση εταιρείας Walmart Inc. σύμφωνα με την μέθοδο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών (DCF). Τέλος, ακολουθεί σχολιασμός και ενδεικτικά συμπεράσματα που βασίζονται στα ευρήματα της παραπάνω αποτίμησης.

Abstract

This thesis attempts to analyze the theoretical framework of business valuation, as well as the corresponding empirical study through the application of the discounted cash flow (DCF) method in Walmart Inc. Business valuation is a fundamental process for companies in order to determine their true value in the ever-changing and highly competitive economic environment. More specifically, in the first part of the paper, which consists of 3 chapters, there is an extensive reference to the concepts of value, business valuation and an extensive development of the main approaches including the methodology, the most important characteristics and role of each method: a) Based on the company's balance sheet (asset position), b) Based on future cash flows (DCF), c) Based on economic value added (EVA) and, d) Based on comparative analysis (Multiples). The empirical study is developed in the second part of the paper in which a financial analysis is carried out based on the main indicators that can determine aspects of performance and, followed by the valuation of the company under consideration, Walmart Inc. according to the discounted cash flow (DCF) method. Finally, there follows a commentary and indicative conclusions based on the findings of the above valuation.

Πίνακας Περιεχομένων

<i>Ευχαριστίες</i>	4
Περίληψη	5
Abstract	6
Ευρετήριο Πινάκων	9
Ευρετήριο Διαγραμμάτων	10
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1	12
Εισαγωγή	12
1.1 Πρώτες σκέψεις σχετικά με την αποτίμηση	12
1.2 Αντικειμενικός σκοπός και δομή της εργασίας	13
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2	16
Ορισμοί και Βασικές Έννοιες	16
2.1 Η έννοια της αξίας της επιχείρησης	16
2.1.1 Παράγοντες που ασκούν επιρροή στην αξία της επιχείρησης.....	17
2.1.2 Διαφορετικοί προσδιορισμοί της αξίας μιας επιχείρησης.....	19
2.2 Εισαγωγή στην έννοια της αποτίμησης εταιρειών	21
2.3 Ο ρόλος και οι τομείς εφαρμογής της αποτίμησης	23
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3	27
Μέθοδοι και προσεγγίσεις	27
3.1 Μεθοδολογίες εκτίμησης της αξίας του οικονομικού κεφαλαίου	27
3.2 Προσέγγιση με βάση τον Ισολογισμό της εταιρείας	32
3.2.1 Απλή μέθοδος Περιουσιακής Θέσης.....	33
3.2.2 Σύνθετη μέθοδος Περιουσιακής Θέσης.....	34
3.3 Προσέγγιση με βάση τις ροές αποτελεσμάτων	36
3.3.1 Μέθοδος Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών.....	36
3.4 Προσέγγιση με βάση την οικονομική προστιθέμενη αξία (EVA)	41
2.4.1 Επεξήγηση βασικών στοιχείων της EVA.....	43
3.4.2 Χρήση της EVA.....	45
3.4.3 Δυνατά και αδύνατα σημεία της μεθόδου	45
3.5 Προσέγγιση με βάση τη συγκριτική ανάλυση (Multiples)	47
3.5.1 Η αυξανόμενη σημασία και διάδοση της μεθόδου.....	48
3.5.2 Βασική μεθοδολογία και εφαρμογή.....	50
3.5.3 Μεθοδολογία πολλαπλασιαστών προηγούμενων συναλλαγών Σ&Ε.....	54

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4.....	56
Χρηματοοικονομική Ανάλυση της Εταιρείας Walmart Inc.	56
4.1 Σύντομη παρουσίαση της εταιρείας.....	56
4.1.1 Ιστορική αναδρομή.....	56
4.2 Γενική επισκόπηση του μακροοικονομικού περιβάλλοντος	57
4.2.1 PESTEL Analysis.....	58
4.3 Γενική επισκόπηση του μικροοικονομικού περιβάλλοντος	63
4.3.1 Οι 5 δυνάμεις του Porter	63
4.3.2 Χαρτογράφηση στρατηγικών ομάδων.....	65
4.4 Χρηματοοικονομική ανάλυση.....	66
4.4.1 Χρηματοοικονομικοί δείκτες κερδοφορίας (Profitability Ratios)	68
4.4.2 Χρηματοοικονομικοί δείκτες ρευστότητας (Liquidity Ratios).....	72
4.4.3 Χρηματοοικονομικοί δείκτες δραστηριότητας (Activity Ratios)	74
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5.....	77
Αποτίμηση της Εταιρείας Walmart Inc.	77
5.1 Αποτίμηση με την μέθοδο προεξόφλησης ταμειακών ροών (DCF)	77
5.1.1 Αποτύπωση οικονομικών καταστάσεων και υπολογισμός βασικών δεικτών.	78
5.1.2 Προβλέψεις και υπολογισμός μελλοντικών χρηματοοικονομικών μεγεθών	82
5.1.3 Υπολογισμός μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου (WACC).....	86
5.1.4 Υπολογισμός ελεύθερων ταμειακών ροών (FCFF).....	88
5.1.5 Προεξόφληση ταμειακών ροών.....	90
5.1.6 Υπολογισμός υπολλειματικής αξίας (Terminal Value).....	91
5.1.7 Υπολογισμός αξίας επιχείρησης (Enterprise Value) και μετοχικού κεφαλαίου (Equity Value).....	92
5.1.8 Ανάλυση ευαισθησίας.....	93
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6.....	96
Συμπεράσματα	96
6.1 Σχολιασμός σχετικά με το αποτέλεσμα.....	96
6.1.1 Σχόλια σχετικά με την πορεία της επιχείρησης.....	96
6.1.2 Αποτέλεσμα της αποτίμησης.....	97
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	99

Ευρετήριο Πινάκων

	σελ
Πίνακας 1: Επιρροή των παραγόντων στην αξία της επιχείρησης	18
Πίνακας 2: Προσεγγίσεις και μέθοδοι αποτίμησης του οικονομικού κεφαλαίου	30
Πίνακας 3: Ελεύθερες χρηματικές ροές FCFE & FCFE	38
Πίνακας 4: Στοιχεία οικονομικής προστιθέμενης αξίας	43
Πίνακας 5: Υπολογισμός αξίας της επιχείρησης (Enterprise Value)	51
Πίνακας 6 : Απεικόνιση επιχειρήσεων (hyper-markets) του κλάδου	65
Πίνακας 7: Αριθμοδείκτης απόδοσης ενεργητικού (ROA)	68
Πίνακας 8: Αριθμοδείκτης απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)	69
Πίνακας 9: Αριθμοδείκτης λειτουργικού περιθωρίου κέρδους	70
Πίνακας 10: Αριθμοδείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους	71
Πίνακας 11: Αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας	72
Πίνακας 12: Αριθμοδείκτης άμεσης ρευστότητας	73
Πίνακας 13: Αριθμοδείκτης ταχύτητας είσπραξης απαιτήσεων	74
Πίνακας 14: Ιστορικές χρηματ/κές καταστάσεις (Ισολογισμός)	80
Πίνακας 15: Ιστορικές χρηματ/κές καταστάσεις (Κατάσταση απ/των χρήσης)	81
Πίνακας 16: Μελλοντικές χρηματ/κές καταστάσεις (Κατάσταση απ/των χρήσης)	83
Πίνακας 17: Μελλοντικές χρηματ/κές καταστάσεις (Ισολογισμός)	84
Πίνακας 18: Μελλοντικές χρηματ/κές καταστάσεις (ταμειακές ροές)	85
Πίνακας 19: Υπολογισμός μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου (WACC)	87
Πίνακας 20: Υπολογισμός λειτουργικών ταμειακών κερδών μετά φόρων	88
Πίνακας 21: Υπολογισμός λειτουργικών ταμειακών επενδύσεων	90
Πίνακας 22: Αποτελέσματα ελεύθερων ταμειακών ροών	90
Πίνακας 23: Προεξόφληση ταμειακών ροών σε όρους παρούσας αξίας	90
Πίνακας 24: Υπολογισμός αξίας της εταιρείας και μετοχικού κεφαλαίου	93
Πίνακας 25: Ανάλυσης ευαισθησίας μετοχής	94

Ευρετήριο Διαγραμμάτων

	σελ
<u>Διάγραμμα 1: Αριθμοδείκτης απόδοσης ενεργητικού (ROA)</u>	<u>68</u>
<u>Διάγραμμα 2: Αριθμοδείκτης απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)</u>	<u>69</u>
<u>Διάγραμμα 3: Αριθμοδείκτης λειτουργικού περιθωρίου κέρδους</u>	<u>70</u>
<u>Διάγραμμα 4: Αριθμοδείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους</u>	<u>71</u>
<u>Διάγραμμα 5: Αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας</u>	<u>72</u>
<u>Διάγραμμα 6: Αριθμοδείκτης άμεσης ρευστότητας</u>	<u>73</u>
<u>Διάγραμμα 7: Αριθμοδείκτης ταχύτητας είσπραξης απαιτήσεων</u>	<u>74</u>

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

Εισαγωγή

1.1 Πρώτες σκέψεις σχετικά με την αποτίμηση

Δεν υπάρχει αμφιβολία πως ο θεμελιώδης στόχος οποιασδήποτε επιχείρησης, η οποία επιτηδεύεται στο παγκόσμιο οικονομικό περιβάλλον, είναι άρρηκτα συνδεδεμένος με τη δημιουργία αξίας. Ωστόσο, ένα από τα πρωταρχικά και βασικά ερωτήματα που δημιουργούνται αφορά τον προσδιορισμό της πραγματικής (ή κατάλληλης) έννοιας της «αξίας», τους τρόπους με τους οποίους μπορεί να μετρηθεί και, συγχρόνως, τα πεδία και τη λογική εφαρμογής της. Η απάντηση δεν είναι μία, ενώ, οι απόψεις που διατυπώνονται στο θέμα ποικίλουν, κυρίως, από τη σκοπιά της επιλογής της καταλληλότερης μεθόδου από τον εκάστοτε αναλυτή, αλλά και με τον τρόπο με τον οποίο θα ερμηνευθούν τα αντίστοιχα ευρήματα. Ελάχιστοι, όμως, θα μπορούσαν να αρνηθούν το γεγονός ότι, η αποτίμηση, πρέπει να αποτελεί ένα χρήσιμο και ουσιώδες συστατικό στην κατανόηση του οποιουδήποτε περιουσιακού στοιχείου ή επιχειρηματικής οντότητας από τα ενδιαφερόμενα μέρη, τα οποία με τη σειρά τους θα αξιολογήσουν με όχημα την υποκειμενική τους πραγματικότητα.

Με δεδομένα τα παραπάνω, δεν θα αποτελούσε λεκτική υπερβολή η διαπίστωση ότι, η διαδικασία της αποτίμησης θεωρείται από πολλούς μία μορφή προσωπικής αποτύπωσης και κρίσης διαφόρων «εσωτερικών» και «εξωτερικών» μεταβλητών, η οποία δύναται να καθορίσει τη θέση ως προς το αποτέλεσμα της αποτίμησης, που όμως δεν βασίζεται αμιγώς σε απόλυτα νούμερα. Είναι βέβαια απαραίτητο να επισημανθεί και η αντικειμενική πλευρά της αποτίμησης, τις βασικές αρχές που τη διέπουν, τη σωστή εκτέλεση και μεθοδικότητα, όπως επίσης, την κατάλληλη πληροφόρηση των ενδιαφερόμενων μερών προκειμένου να ληφθούν αποφάσεις όσο το δυνατόν με μεγαλύτερη ακρίβεια που θα εξυπηρετήσουν τους στόχους τους.

1.2 Αντικειμενικός σκοπός και δομή της εργασίας

Η παρούσα εργασία, στο πρώτο νοητό της μέρος, μέσω της θεωρητικής ανασκόπησης, αποσκοπεί στην αποτύπωση και κατανόηση όρων και εννοιών σχετικά με την αξία που περικλείονται μέσα στο ευρύτερο πλαίσιο των επιχειρήσεων και των περιουσιακών στοιχείων. Συγκεκριμένα, στο 2^ο κεφάλαιο αναφέρονται οι παράγοντες που ασκούν επιρροή στην αξία της επιχείρησης, αναδεικνύονται οι κυριότεροι προσδιορισμοί των σημαντικότερων εννοιών, καθώς επίσης, επιχειρείται η εισαγωγή στην έννοια της αποτίμησης επιχειρήσεων και τα πεδία εφαρμογής τους.

Το 3^ο κεφάλαιο αποσκοπεί στην όσο το δυνατόν πληρέστερη καταγραφή των σημαντικότερων προσεγγίσεων αποτίμησης, αναλύοντας την αντίστοιχη μεθοδολογία και τα χαρακτηριστικά που τις διακατέχουν. Πιο συγκεκριμένα, γίνεται εκτενής αναφορά στις μεθόδους που λαμβάνουν ως βάση τον Ισολογισμό της επιχείρησης, μία προσέγγιση που βασίζεται στην ανάλυση του ενεργητικού, δηλαδή στην εκτίμηση των επιμέρους στοιχείων των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης (ενσώματα και άυλα) που συνθέτουν το κεφάλαιο που έχει επενδυθεί στην επιχείρηση. Στη συνέχεια, αναλύεται η σημαντικότερη κατά πολλούς μέθοδος των μελλοντικών ταμειακών ροών (DCF), προσέγγιση σύμφωνα με την οποία η αξία μιας επιχείρησης συνδέεται με τις ταμειακές ροές ή τα έσοδα που θα είναι σε θέση να παράγει. Ακολουθεί η μέθοδος της οικονομικής προστιθέμενης αξίας (EVA), σύμφωνα με την οποία, η αξία του οικονομικού κεφαλαίου δίνεται από δύο στοιχεία που προστίθενται μαζί: την αξία των περιουσιακών στοιχείων και την αξία του εισοδήματος που υπερβαίνει την κανονική απόδοση που αναμένεται από τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας. Τέλος, περιγράφεται η συγκριτική ανάλυση, που πρόκειται για μια κατεξοχήν εμπειρική προσέγγιση, δεδομένου ότι η αξία προσδιορίζεται κατ' αναλογία με την αξία παρόμοιων περιουσιακών στοιχείων που διαπραγματεύονται στις αγορές.

Στο 4^ο κεφάλαιο γίνεται εισαγωγή και παρουσίαση της εταιρείας Walmart, η οποία θα αποτελέσει και αντικείμενο της εμπειρικής μελέτης της εργασίας και, στη συνέχεια ακολουθούν οικονομικά στοιχεία, αποτέλεσμα χρηματοοικονομικής ανάλυσης μέσω των σημαντικότερων αριθμοδεικτών που καταδεικνύουν σημαντικές πτυχές της απόδοσης της.

Στο 5^ο κεφάλαιο της εργασίας, που αφορά και το τεχνικό της μέρος, εφαρμόζεται η μέθοδος της προεξόφλησης των μελλοντικών ταμειακών ροών σύμφωνα με τα βήματα τα οποία περιγράφηκαν στην αντίστοιχη ενότητα της θεωρητικής ανασκόπησης, προκειμένου αποτιμηθεί η μετοχή της εταιρείας και κατά συνέπεια η τιμή ενδεχόμενης εξαγοράς του

μετοχικού της κεφαλαίου. Τέλος, η εργασία καταλήγει με τα συμπεράσματα και τον σχολιασμό που αφορούν τα ευρήματα της αποτίμησης της υπό εξέταση επιχείρησης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

Ορισμοί και Βασικές Έννοιες

2.1 Η έννοια της αξίας της επιχείρησης

Ο ορισμός της αξίας ως λέξη πιθανώς να δημιουργεί διαφορετικό αντίκτυπο σε οποιονδήποτε επιχειρεί να αποδώσει απόλυτα τη σημασία της, καθώς, ως έννοια δεν είναι μονοπρισματική και εξαρτάται άμεσα από το αντικείμενο για το οποίο γίνεται η χρήση του όρου. Στην παγκόσμια βιβλιογραφία υπάρχει εκτεταμένη ανάλυση και ο όρος «αξία της επιχείρησης» προσδιορίζεται με ποικίλα εργαλεία και μεθοδικές διεργασίες, σε συμφωνία με τις εκάστοτε απαιτήσεις και σκοπούς του κάθε μελετητή, ανεξάρτητα εάν προέρχεται από τον χρηματοοικονομικό ή άλλο τομέα καθώς το ενδιαφέρον για το συγκεκριμένο αντικείμενο κινείται και έξω από τα χρηματοοικονομικά πλαίσια.

Σύμφωνα με το θεμελιώδη ορισμό του όρου «επιχείρηση» νοείται η δέσμευση παραγωγικών συντελεστών και κεφαλαίων προκειμένου να επιτευχθεί η δημιουργία προστιθέμενης αξίας με απώτερο σκοπό τα κέρδη για τον επιχειρηματία ή τους μετόχους, γεγονός που νοηματοδοτεί και την ύπαρξη της κάθε επιχείρησης σε ένα κοινωνικοοικονομικό περιβάλλον στον πλειοψηφία των περιπτώσεων. (Mankiw, Taylor and Ashwin, 2019). Με βάση τον παραπάνω ορισμό γίνεται εύκολα αντιληπτό ότι ο προσδιορισμός της «αξίας μιας επιχείρησης» είναι άμεσα συνδεδεμένος με την δυναμική της μακροπρόθεσμα να δημιουργεί κέρδη, καθαρές ταμειακές ροές και εν γένει την απόδοσή της στο μέλλον.

Εντούτοις, τα κέρδη των εταιρειών δεν είναι απόλυτο ότι είναι συνυφασμένα με την εύρωστη οικονομική απόδοση και την υψηλή τους αξία, καθώς, υπάρχει η δυνατότητα να αποτυπωθούν έπειτα από επεξεργασία των οικονομικών μεγεθών με τη βοήθεια της λογιστικής. Συνεπώς, ένας πιο αντικειμενικός δείκτης αποτύπωσης της οικονομικής κατάστασης και των προσδοκιών είναι οι χρηματικές ροές (Cash Flows) σε συνδυασμό με το κεφάλαιο κίνησης και τις σχεδιασμένες κεφαλαιουχικές επενδύσεις στο μέλλον. (Αποστολόπουλος, 2007). Ο παραπάνω ορισμός εξηγεί επίσης τους λόγους για τους οποίους μία εταιρεία η οποία βρίσκεται σε ζημιογόνα τροχιά, είτε έχοντας υπάρξει

σταθεροποιημένη στον κλάδο είτε πρόκειται για μία νέα εταιρεία, είναι πολύ πιθανόν να αποτιμηθεί με ιδιαίτερα μεγάλη αξία καθώς καθένα από τα επί μέρους στοιχεία και οι συντελεστές που διαμορφώνουν την αξία της επιχείρησης δεν αμφισβητούνται, ενώ παράλληλα διατηρείται η αξιοπιστία ως προς την απόδοσή της στο μέλλον.

Ένας σημαντικός διαχωρισμός που κρίνεται απαραίτητο να επισημανθεί είναι η διαφορά μεταξύ της έννοιας «αξία της επιχείρησης», η οποία δίδεται έπειτα από ανάλυση και επεξεργασία της παρούσας και μελλοντικής χρηματοοικονομικής της κατάστασης βασισμένη στις προοπτικές κερδών και ταμειακών ροών καθώς και εν γένει οτιδήποτε μπορεί να δημιουργήσει υπεραξία στη ίδια την επιχείρηση, και της έννοιας του μετοχικού κεφαλαίου ως αξία που αφορά το τίμημα που πρέπει να καταβληθεί από κάποιον δυνητικό αγοραστή για να εξαγοράσει το μετοχικό κεφάλαιο μιας εταιρείας ή αναλογικά ένα μέρος του (Figge & Hahn, 2005). Εν προκειμένω, δύναται κάποιες εταιρείες να έχουν αποτιμηθεί σωστά και των οποίων η αξία και το τίμημα αγοράς τους να εξισώνονται ενώ, αντίστοιχα, δύναται κάποιες εταιρείες να έχουν υπερτιμηθεί ή υποτιμηθεί, ουσιαστικά αναδεικνύοντας την διαφορά ανάμεσα στην πραγματική τους αξία και της αγοραίας τιμής, γεγονός που σαφέστατα δημιουργεί τις εν δυνάμει ευκαιρίες σε συναλλαγές τόσο στρατηγικού προσανατολισμού για τις εταιρείες μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών όσο και στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου.






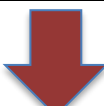
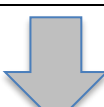





Η σημασία της επίγνωσης της καθαρής αξίας μιας επιχείρησης και των συντελεστών από τους οποίους διαμορφώνεται συγκροτούν ένα βασικό όργανο σκιαγράφησης το οποίο περιγράφει την παρούσα κατάσταση της επιχείρησης και ιδιαίτερα το που αποσκοπεί αλλά και τον τρόπο που δύναται σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα να φέρει τη βελτίωσή της συνολικά.

2.1.1 Παράγοντες που ασκούν επιρροή στην αξία της επιχείρησης

Λαμβάνοντας υπόψιν τα δεδομένα της προηγούμενης ενότητας στην οποία αναφέρθηκε ότι η αξία της επιχείρησης επηρεάζεται πρωτίστως από τις μελλοντικές ταμειακές ροές και τα κέρδη, θα αναφερθούν παρακάτω και άλλες εσωτερικές πτυχές που αποτελούν ζωτικής σημασίας παραμέτρους που ασκούν επιρροή. (Καραθανάσης, 2002)

- I. Το ανθρώπινο δυναμικό, τα διοικητικά στελέχη και η διορατικότητά τους.
- II. Η τεχνολογία και οι δομές της επιχείρησης.
- III. Η διαχείριση της αλλαγής και ο τρόπος οργάνωσης.
- IV. Μελλοντικός προγραμματισμός και επιχειρησιακός σχεδιασμός (επενδύσεις κ.α).

Επιπροσθέτως, κρίνεται απαραίτητο να αναφερθούν μερικοί ακόμα παράγοντες που σχετίζονται έμμεσα με τη λειτουργία της επιχείρησης, επιδρώντας στη διαμόρφωση της μεταβαλλόμενης στο χρόνο αξίας της. Οι αναταράξεις του πληθωρισμού, αυξομειώσεις στα επιτόκια και η ρευστότητα που επικρατεί στην αγορά και τα δεδομένα της μετοχής της εταιρείας αποτελούν τους κυριότερους παράγοντες από το εξωτερικό της περιβάλλον που έχουν έντονη επίδραση στη διαμόρφωση της αξίας της. Οι συγκεκριμένοι παράγοντες έχουν άμεση σύνδεση μεταξύ τους ενώ ταυτόχρονα τα ενδιαφερόμενα μέλη (μέτοχοι, επενδυτές, πιστωτές) προσαρμόζουν ανάλογα τις προσδοκίες τους. Συνεπώς, όλοι οι προαναφερθέντες παράγοντες ασκούν επιρροή και δύνανται να μεταβάλλουν αναλόγως την αξία της εκάστοτε επιχείρησης. (Atkinson, 2000).

ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ	ΠΟΡΕΙΑ ΠΑΡΑΓΟΝΤΑ	ΑΞΙΑ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ
ΠΛΗΘΩΡΙΣΜΟΣ		
		
ΕΠΙΤΟΚΙΑ		
		
ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ		
		

Πίνακας 1: Επιρροή των παραγόντων στην αξία της επιχείρησης (Fisher, 1981)

2.1.2 Διαφορετικοί προσδιορισμοί της αξίας μιας επιχείρησης

Στο ευρύτερο πλαίσιο της μεθόδου της αποτίμησης της εκάστοτε επιχειρησιακής οντότητας είναι δυνατόν να εφαρμοστούν ποικίλες προσεγγίσεις κατ'αναλογία με την περίπτωση του πεδίου μελέτης και τις συνθήκες που επικρατούν την συγκεκριμένη χρονική περίοδο. Είναι ευρέως αποδεκτή η εφαρμογή ποσοτικών μοντέλων για την αποτίμηση μιας επιχείρησης, παρ'όλ'αυτά, τα στοιχεία και οι πληροφορίες που χρησιμοποιούνται αφήνουν χώρο για αποτύπωση και της υποκειμενικής κρίσης (Damodaran, 2012).

Δεν είναι λίγοι άλλωστε οι μελετητές που υποστηρίζουν ότι στη διαδικασία της αποτίμησης, προέχει η κρίση και, εν συνεχεία, ακολουθεί η επιστήμη. Πρόκειται για ένα στοιχείο, επίσης, που μοιράζονται και οι τέχνες, στις οποίες η τεχνική κατά κανόνα ακολουθεί του συναισθήματος και της προσωπικής άποψης.

Εκείνο, όμως, που έχει ιδιαίτερη σημασία είναι η «αλήθεια» που ασφαλώς πρέπει να αποκρυπτογραφηθεί, για την οποία έχει αναφερθεί εκτενώς ο Ανδρικόπουλος (2015), όπου δεν είναι άλλη παρά η λογική και αρμόζουσα σύνθεση κοινωνικών και συμπεριφορικών κριτηρίων, σε συνάρτηση με το κέντρο και την αιτία που οδηγεί στην ανακάλυψη της αληθινής αξίας οποιουδήποτε περιουσιακού στοιχείου.

Κατά συνέπεια, τα αποτελέσματα χαρακτηρίζονται από ενδελεχή ανάλυση, λαμβάνοντας υπόψιν ποικίλους μεροληπτικούς παράγοντες που συμβάλλουν στη διαφορετική κατανόηση και σκοπιά του κάθε ερευνητή.

Στην παγκόσμια βιβλιογραφία επισημαίνονται αρκετές μέθοδοι μέσω των οποίων δύναται να βγουν ποσοτικά συμπεράσματα για την αξία των επιχειρήσεων, καθώς επίσης, είναι στην ευχέρια του κάθε ερευνητή, ο οποίος έχει τη δυνατότητα, να επιλέξει ποιο τρόπο θα ακολουθήσει σύμφωνα με το είδος, το αντικείμενο δραστηριότητας και τον κλάδο στον οποίο ανήκει η επιχείρηση.

Παρακάτω αναφέρονται ενδεικτικά διάφορες έννοιες μέσω των οποίων μπορεί να προσδιοριστεί η αποτιμώμενη αξία μιας επιχείρησης προκειμένου να χρησιμοποιηθεί από τα ενδιαφερόμενα μέλη ποικιλοτρόπως.

- **Επιχειρηματική Αξία (Enterprise Value) :** Όπως προκύπτει από το αμερικανικό ινστιτούτο διοικητικών λογιστών IMA (1997), η αξία της επιχείρησης (EV) είναι ένα οικονομικό μέτρο υπολογισμού που αντανάκλα την αγοραία αξία ολόκληρης της επιχείρησης ενώ προσπαθεί να μετρήσει την "πραγματική αξία" της. Αποτελεί δείκτη πιο ολοκληρωμένο από την κεφαλαιοποίηση της αγοράς (Market Capitalisation) και αναφέρεται συχνά ως αξία εξαγοράς, δηλαδή το ποσό των χρημάτων που απαιτείται για έναν αγοραστή προκειμένου να αγοράσει μια επιχείρηση στην τρέχουσα τιμή αγοράς, συμπεριλαμβανομένων των μετρητών, του χρέους και άλλων στοιχείων που σχετίζονται με μια επιχείρηση. Ο κυριότερος λόγος για τον οποίο η έννοια της επιχειρηματικής αξίας (EV) έχει αποκομίσει μεγαλύτερη βαρύτητα σε σχέση με την κεφαλαιοποίηση της αγοράς (Market Cap) οφείλεται στο ότι η επιχειρηματική αξία περιλαμβάνει περισσότερα δεδομένα. Συνολικά αποτελείται από τα ίδια κεφάλαια (Equity), την συνολική αξία του χρέους όπως επίσης δεν λείπουν και τα ταμειακά διαθέσιμα, τα οποία συνεισφέρουν στην αποτίμηση της επιχείρησης. Συνεπώς εξάγεται από τον τύπο:

$$EV = Market\ Cap + Total\ Debt - Cash\ and\ equivalents$$

- **Εσωτερική Αξία (Intrinsic – Fundamental Value):** Είναι αποτέλεσμα των πραγματικών τρεχόντων αλλά και μελλοντικών συστατικών μιας επιχείρησης όπως είναι τα περιουσιακά στοιχεία, οι ταμειακές ροές, τα κέρδη, το κόστος κεφαλαίου, τα μερίσματα και η μελλοντική απόδοση και προοπτική της. Είναι κοινός τόπος ότι αποτελεί μια τιμή για την οποία είναι απαραίτητη η διενέργεια θεμελιώδους ανάλυσης με βάσει υποθέσεις και υπολογισμούς έχοντας ως γνώμονα όλα τα διαθέσιμα λογιστικά και επιχειρηματικά στοιχεία τα οποία σχετίζονται με την επιχείρηση. (Fernandez, 2015)
- **Λογιστική Αξία (Book Value):** Με τον συγκεκριμένο όρο νοείται διαφορετικά η καθαρή θέση μιας επιχείρησης η οποία δεν είναι άλλη από την αξία των ιδίων κεφαλαίων που έχει κατατεθεί από τους μετόχους τα οποία αναγράφονται στον ισολογισμό ως μετοχικό κεφάλαιο & αποθεματικά. Επίσης, η αξία αυτή ισούται με το τη διαφορά ανάμεσα στο σύνολο των στοιχείων που βρίσκονται στο ενεργητικό και το παθητικό, δηλαδή το πλεόνασμα του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων και των

δικαιωμάτων της εταιρείας επί του συνόλου των χρεών της προς τρίτους. (Fernandez, 2015)

- **Χρηματιστηριακή Αξία (Market Value or Market Cap):** Υπολογίζεται πολλαπλασιάζοντας τον αριθμό των μετοχών που βρίσκονται σε κυκλοφορία επί την τρέχουσα τιμή της μετοχής. Η χρηματιστηριακή αξία μιας επιχείρησης μπορεί να αποκλίνει σημαντικά από τη λογιστική αξία ή τα ίδια κεφάλαια. Μια μετοχή θεωρείται γενικά υποτιμημένη εάν η χρηματιστηριακή της αξία είναι πολύ χαμηλότερη από τη λογιστική αξία, πράγμα που σημαίνει ότι η μετοχή διαπραγματεύεται με μεγάλη προεξόφληση στη λογιστική αξία ανά μετοχή. (Woudstra, 2017)
- **Δίκαιη Αγοραία Αξία (Fair Value):** Πρόκειται για την αξία η οποία εν τέλει εξισώνεται με την τιμή στην οποία συμφωνείται η συναλλαγή για την ανταλλαγή ενός υποκείμενου περιουσιακού στοιχείου ή μιας επιχείρησης. Στη συναλλαγή αυτή τα συμβαλλόμενα μέρη λειτουργούν με πλήρη επίγνωση της αγοράς, της κατάστασης στην οποία βρίσκεται η εξεταζόμενη στην προκειμένη επιχείρηση κι τους όρους που έχουν τεθεί από όλα τα μέρη.

2.2 Εισαγωγή στην έννοια της αποτίμησης εταιρειών

Η μέτρηση της αξίας των επιχειρήσεων είναι ένα μακροχρόνιο πρόβλημα (από την ύπαρξη των καπιταλιστικών επιχειρήσεων), αλλά δεν έχει αποκτήσει εδώ και πολύ καιρό τη σημασία που της αναγνωρίζεται γενικά. Μόλις τις τελευταίες δεκαετίες η αξία έχει γίνει βασικό και απαραίτητο συστατικό των γνώσεων των επιχειρηματιών, των διαχειριστών, των οικονομικών φορέων, των επαγγελματιών και των συμβούλων επιχειρήσεων, στους οποίους προσφάτως προστέθηκαν οι λογιστές και οι ελεγκτές. (Guatri & Bini, 2009)

Ένας κοινώς απόδεκτος ορισμός της αποτίμησης νοείται το σύνολο των διαδικασιών που ακολουθούνται μέσω διαφόρων μεθόδων και τεχνικών προκειμένου να προσδιοριστεί η τρέχουσα ή πραγματική αξία ενός περιουσιακού στοιχείου, επιχειρηματικού σχεδίου ή εν προκειμένω μιας επιχειρηματικής οντότητας. Η διαδικασία της αποτίμησης, αναλόγως τη μέθοδο που χρησιμοποιείται, αποτελείται από αρκετά στάδια στα οποία ο ερευνητής

εξετάζει τα αντίστοιχα διαθέσιμα δεδομένα ούτως ώστε να μπορέσει να εξάγει τα κατά το δυνατόν πιο ακριβή τελικά συμπεράσματα.

Συνεπώς, η αποτίμηση μιας επιχειρηματικής οντότητας είναι εν πολλοίς μία πολύπλοκη διαδικασία προσδιορισμού της παρούσας – πραγματικής της αξίας, με τη βοήθεια των όσο το δυνατόν πιο αντικειμενικών προτύπων και της αξιολόγησης ολοκληρω του εύρους της λειτουργίας και ύπαρξής της. Η διαδικασία της αποτίμησης μίας επιχείρησης είναι δυνατόν να περικλείει μελέτη και εμβάθυνση στον τρόπο διαχείρισής της, την κεφαλαιακή της διάρθρωση, τις μελλοντικές προσδοκίες από την σκοπιά των κερδών ή της άμεσα ρευστοποιήσιμης αξίας που έχουν τα περιουσιακά της στοιχεία. Οι μέθοδοι που χρησιμοποιούνται για την συγκεκριμένη διεργασία δύναται να είναι διαφορετικοί αναλόγως το είδος των επιχειρήσεων και αντικειμένου δραστηριότητας ή ακόμα και του ίδιου του ερευνητή. (Copeland et.al., 2000)

Θα αποτελούσε σοβαρή παράλειψη να μην τονιστεί το γεγονός ότι, στις περιπτώσεις των εξαγορών, οι οποίες θα αναλυθούν και σε επόμενο κεφάλαιο, οι αποτιμήσεις διακατέχονται έντονα από το στοιχείο της προκατάληψης των εμπλεκόμενων μερών, η οποία μπορεί να επηρεάσει σε μεγάλο βαθμό τους αντικειμενικούς υπολογισμούς των οικονομικών αποτελεσμάτων.

Μολονότι οι προκαταλήψεις δεν μπορούν να υπαχθούν σε κανόνες, ούτε να εξαλειφθούν εκ των προτέρων, καθώς αποτελούν μέρος της ανθρώπινης δράσης, υπάρχουν διάφοροι τρόποι με τους οποίους μπορεί να μετριαστεί η επίδρασή τους, οι οποίοι σύμφωνα με τον Damodaran (2014) είναι οι εξής:

- *Μείωση των θεσμικών πιέσεων*
- *Αποσύνδεση της αποτίμησης από τους μηχανισμούς αμοιβών και κινήτρων*
- *Διακριτικότητα από τους ανθρώπους «κλειδιά» των επιχειρήσεων*
- *Αυτογνωσία*

Εν κατακλείδι, παρόλο που δεν θα ήταν δυνατόν να εξαλειφθούν ολοκληρωτικά οι προκαταλήψεις στη διαδικασία των αποτιμήσεων, εντούτοις είναι εφικτή η προσπάθεια μείωσης του φαινομένου σχεδιάζοντας διαδικασίες αποτίμησης που να είναι προστατευμένες όσο είναι περισσότερο δυνατόν από προφανείς εξωτερικές επιρροές.

2.3 Ο ρόλος και οι τομείς εφαρμογής της αποτίμησης

Η γνώση της αξίας ενός περιουσιακού στοιχείου και των καθοριστικών παραγόντων είναι αναμφίβολα απαραίτητη για κάθε απόφαση - από την επιλογή επενδύσεων σε ένα χαρτοφυλάκιο, τη λήψη απόφασης σχετικά με την κατάλληλη τιμή για μια εξαγορά, τη λήψη αποφάσεων για επενδύσεις, χρηματοδότηση ή διανομή μερισμάτων γενικότερα. Η βασική παραδοχή στην οποία πρέπει να βασίζεται κανείς είναι ότι είναι δυνατόν να γίνουν λογικές εκτιμήσεις της αξίας των περισσότερων περιουσιακών στοιχείων και ότι τα θεμελιώδη στοιχεία που καθορίζουν την αξία τους είναι πάντα τα ίδια, είτε πρόκειται για αποτίμηση πραγματικών είτε για χρηματοοικονομικών περιουσιακών στοιχείων. Προφανώς, υπάρχουν ορισμένα περιουσιακά στοιχεία που είναι ευκολότερο να αποτιμηθούν από άλλα, όπως και ο βαθμός λεπτομέρειας και αβεβαιότητας που συνδέεται με την αποτίμηση των διαφόρων περιουσιακών στοιχείων μπορεί να ποικίλλει, αλλά η βασική αρχή παραμένει η ίδια. (Damodaran, 2014)

Οι λόγοι για τους οποίους δύναται να αποτιμηθεί μία επιχείρηση ποικίλουν ενώ αποτελεί πρακτική ύψιστης σημασίας για το εκάστοτε αποτιμώμενο υποκείμενο και μπορεί να χρησιμοποιηθεί σε πολλές περιπτώσεις διαφοροποιημένη και αναλόγως τις ανάγκες του εκάστοτε πεδίου εφαρμογής και των εντολέων.

Είναι σημαντικό επίσης να τονιστεί ότι ακόμη και στο τέλος της πιο προσεκτικής και λεπτομερούς διαδικασίας αποτίμησης, είναι σχεδόν αδύνατον να είναι κανείς σίγουρος για την εγκυρότητα των αξιών που προκύπτουν, καθώς είναι «χρωματισμένες» από τις υποθέσεις που γίνονται για το μέλλον της εταιρείας και το οικονομικό πλαίσιο μέσα στο οποίο λειτουργεί. Είναι μη ρεαλιστικό να περιμένει κανείς απόλυτη βεβαιότητα στην αποτίμηση, καθώς τα δεδομένα εισόδου που χρησιμοποιούνται είναι μόνο εικασίες. Είναι συνεπώς απαραίτητο και σκόπιμο οι αναλυτές να έχουν υπόψη τους τα περιθώρια πιθανών σφαλμάτων στις συστάσεις τους για αγορά ή πώληση με βάση τις αποτιμήσεις τους. Προκύπτει επίσης ότι καμία αποτίμηση δεν μπορεί να κριθεί ως προς την ακρίβειά της, ενώ, ορισμένες εταιρείες μπορούν να αποτιμηθούν με μεγαλύτερη ακρίβεια από άλλες, απλώς και μόνο επειδή υπάρχει λιγότερη αβεβαιότητα σχετικά με τις μελλοντικές τους επιδόσεις. Μια ώριμη και σταθεροποιημένη εταιρεία μπορεί να αποτιμηθεί με σχετικά λίγες παραδοχές και μπορεί κανείς να είναι αρκετά σίγουρος για τις αξίες που προκύπτουν. (Damodaran, 2014)

Οι θεωρίες και τα μοντέλα που εφαρμόζονται στη μέτρηση της αποτίμησης εταιρειών είναι σήμερα ιδιαίτερος επίκαιρα ιδίως στους παρακάτω ενδεικτικά τομείς:

I. Η αποτίμηση στην ανάλυση συγχωνεύσεων και εξαγορών: Το πεδίο των συναλλαγών μεταξύ των επιχειρήσεων είναι εκείνο στο οποίο η αποτίμηση αποτελεί το πιο ουσιώδες δεδομένο για την πραγματοποίηση τους και έχει ιδιαίτερα εκτεταμένη χρήση σε όλο το φάσμα των διεργασιών. Γνωρίζοντας την τρέχουσα απόδοση μίας επιχειρηματικής οντότητας διαδραματίζει καίριο ρόλο σε επίπεδο διαπραγματεύσεων τη δεδομένη χρονική περίοδο που λαμβάνει χώρα η διαδικασία της εξαγοράς και είναι ευνόητο πως η τελική τιμή της συναλλαγής αντικατοπτρίζει την πραγματική περιουσία μιας εταιρείας, την ικανότητά της να δημιουργεί κέρδη και καθαρή ρευστότητα. Τα δύο - ή περισσότερα - μέρη μιας συναλλαγής Σ&Ε είναι απαραίτητο να έχουν καταλήξει στο ποια είναι η τελική αξία, καθώς επηρεάζει την διαμόρφωση τόσο της προσφοράς από τον επενδυτή όσο και την αποδοχή μιας πρότασης από την επιχείρηση στόχο ενώ οι οικονομικοί σύμβουλοι είναι εκείνοι υπεύθυνοι για την σωστή αποτίμηση αλλά και τη συνολική υποστήριξη σε ότι αφορά τη συναλλαγή για όλα τα εμπλεκόμενα μέρη.

Επιπροσθέτως, ιδιαίτερα σημαντική παράμετρος προκειμένου να πραγματοποιηθεί σωστά η αποτίμηση αποτελούν οι προοπτικές που θα προκύψουν από την ενδεχόμενη συνέργεια καθώς το αποτέλεσμα εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από την δυναμική του εκάστοτε συνδυασμού μεταξύ των επιχειρήσεων και την μετέπειτα ένωσή τους, γεγονός που πρέπει να προσμετρηθεί ως βασικός παράγοντας.

II. Η αποτίμηση στη διαχείριση χαρτοφυλακίου: Στο πλαίσιο αποτιμήσεων που εφαρμόζεται στις εισηγμένες εταιρείες, οι αναλυτές επενδυτικού ενδιαφέροντος χρησιμοποιούν κατά κόρον τις μεθόδους αποτίμησης με σκοπό την εξεύρεση της «δίκαιης» τιμής μιας μετοχής, προκειμένου να συγκριθεί με την τιμή που κατέχει στις χρηματιστηριακές αγορές. Η ψαλίδα που ενδεχομένως υπάρχει μεταξύ των δύο τιμών, καθορίζει την απόφαση που καλούνται να πάρουν οι ενεργοί επενδυτές, πιο συγκεκριμένα, εάν θα προχωρήσουν σε αγορά, πώληση ή διατήρηση στο χαρτοφυλάκιο τους μια μετοχή, αναλόγως τα ενδιαφέροντα, τις προσδοκίες και τους στόχους που έχει καθένας εξ' αυτών. Γίνεται ξεκάθαρο, επομένως, πως ο ρόλος της αποτίμησης στην συγκεκριμένη περίπτωση είναι ο διαχωρισμός των υπερτιμημένων και των υποτιμημένων μετοχών, ούτως ώστε, ο εκάστοτε επενδυτής να προβεί σε

διάκριση των ευκαιριών ή αντίστοιχα των απειλών στις αγορές, με απώτερο σκοπό την μεγιστοποίηση της απόδοσης του χαρτοφυλακίου του. Επιπροσθέτως, μέσω της διαδικασίας της αποτίμησης, οι αναλυτές δύναται να εξάγουν συμπεράσματα για τις προοπτικές της αγοράς, την μελλοντική κερδοφορία της επιχείρησης την οποία ερευνούν αλλά και το κατά πόσο είναι εφικτή η βιωσιμότητά της στο μέλλον.

III. Η αποτίμηση στον οικονομικό σχεδιασμό και διαχείριση: Η αποτίμηση παίζει, επίσης, σημαντικότατο ρόλο στη διαμόρφωση μιας ολοκληρωμένης εικόνας της ίδιας της επιχείρησης στον επιχειρηματία και τα στελέχη που την διοικούν. Είναι γεγονός ότι οι ώριμες επιχειρηματικές μονάδες προβαίνουν, στις περισσότερες περιπτώσεις ετησίως, σε εις βάθος ανάλυση και ανασκόπηση των εσωτερικών και εξωτερικών πληροφοριών, με σκοπό την αναγνώριση πιθανών αδύναμων σημείων και προοπτικών βελτιστοποίησης όσον αφορά διάφορες πτυχές της δραστηριοποίησής τους. Ας σημειωθεί ακόμη ότι, η διενέργεια αποτίμησης μπορεί να εφαρμοστεί ακόμη και σε μικρότερα τμήματα μιας επιχείρησης και όχι απαραίτητα σε ολόκληρη την επιχειρηματική οντότητα, εφόσον έτσι είναι εφικτή η ξεκάθαρη κρίση για τη λήψη αποφάσεων όσον αφορά τη λειτουργία τους. (Bauer & Hammerschmidt, 2005). Η διαδικασία αυτή που πραγματοποιείται σε μόνιμη βάση, επομένως, δεν πρόκειται για μία απλή καταγραφή των δεδομένων μιας επιχείρησης, αλλά για μία ολική επαναξιολόγηση όλων των δραστηριοτήτων των προηγούμενων ετών και της τρέχουσας κατάστασης στοχεύοντας στην λήψη σωστών οικονομικών και στρατηγικών αποφάσεων που θα έχουν θετική επιρροή στο μέλλον.

Συμπερασματικά, καθίσταται σαφές ότι η διαδικασία της αποτίμησης έχει ιδιαίτερα σπουδαίο ρόλο σε όλο το φάσμα του οικονομικού, στρατηγικού και επενδυτικού προγραμματισμού των ενδιαφερόμενων μερών ενώ η χρησιμότητά της αποτελεί κύριο αντικείμενο της Διοίκησης Επιχειρήσεων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

Μέθοδοι και προσεγγίσεις

3.1 Μεθοδολογίες εκτίμησης της αξίας του οικονομικού κεφαλαίου

Είναι κοινά παραδεκτό ότι η αξία μιας εταιρείας είναι στενά συνδεδεμένη με τις επενδυτικές και χρηματοδοτικές αποφάσεις που λαμβάνονται. Ως εκ τούτου, υπάρχουν πολλές ομοιότητες μεταξύ των κριτηρίων αποτίμησης επενδύσεων και ορισμένων μεθόδων αποτίμησης των εταιρικών κεφαλαίων. Η εκτίμηση της αξίας μιας εταιρείας, ωστόσο, παρουσιάζει χαρακτηριστικά πολυπλοκότητας που δικαιολογούν μια ξεχωριστή αντιμετώπιση. Αντικείμενο ανάλυσης στο παρόν κεφάλαιο είναι οι μεθοδολογίες προσδιορισμού του οικονομικού κεφαλαίου μιας εταιρείας, δηλαδή της οικονομικής αξίας που αποδίδεται στο μετοχικό κεφάλαιο μιας συγκεκριμένης εταιρείας, λαμβάνοντας υπόψη τα οικονομικά αποτελέσματα που μπορεί να παράγει η εν λόγω εταιρεία. Η εκτίμηση του οικονομικού κεφαλαίου είναι ασφαλώς απαραίτητη όταν η εταιρεία αποτελεί αντικείμενο αγοραπωλησίας, συγχώνευσης, μεταβίβασης κ.ο.κ. Ωστόσο, είναι επίσης εφικτό και επιθυμητό να γίνεται με ορισμένη περιοδικότητα ανεξάρτητα από τις πράξεις μεταβίβασης της εταιρείας, κι αυτό γίνεται κυρίως για να διαπιστωθεί αν η εταιρεία είναι σε θέση να παράγει αξία για τους μετόχους της ή όχι. (Dallocchio, Lucchini and Scarpelli, 2013)

Η εκτίμηση του οικονομικού κεφαλαίου θα πρέπει να βασίζεται στη θεμελιώδη αρχή της ουδετερότητας, δηλαδή σε κριτήρια που υπερβαίνουν τον υποκειμενικό χαρακτήρα των κρίσεων σχετικά με τις προοπτικές της εταιρείας και τα χαρακτηριστικά κινδύνου της. Η αποτύπωση αυτή αποτελεί θεσμό και διεθνώς ο οικονομικός / επιχειρηματικός κόσμος συμφωνεί σε αυτό. Ο Guatri (1998), για παράδειγμα, επ' αυτού αναφέρει: «Η αποτίμηση μιας εταιρείας εμπνέεται από έννοιες, κριτήρια και μεθόδους που καλούνται να εκφράσουν ένα μέτρο με τον υψηλότερο δυνατό βαθμό των ακόλουθων χαρακτηριστικών»:

- **Ορθολογικότητα**, με την έννοια ότι πρέπει να απορρέει από μια σαφή και πειστική λογική διαδικασία, και ως τέτοια να είναι ευρέως αποδεκτή. Αυτό σημαίνει μετάφραση σε έναν αξιολογικό τύπο με αυτά τα χαρακτηριστικά.

- **Αποδεικτικότητα**, με την έννοια ότι πρέπει να είναι δυνατόν να αποδοθούν στους παράγοντες που εισέρχονται στον τύπο μεγέθη που υποστηρίζονται από ελεγχόμενα δεδομένα.
- **Ουδετερότητα**, με την έννοια του αποκλεισμού αμιγώς υποκειμενικών επιλογών, αδικαιολόγητων αυθαιρεσιών, αδιάφορων αποφάσεων και συνεπώς αδικαιολόγητης επιρροής των αποτελεσμάτων των εκτιμήσεων.
- **Σταθερότητα** (σε ορισμένες περιπτώσεις), με την έννοια της αποφυγής συνεχών διακυμάνσεων της αξίας που συνδέονται με ενδεχόμενα γεγονότα ή αλλαγές στις προοπτικές που εξαρτώνται περισσότερο από απόψεις παρά από αντικειμενικές αλλαγές στα σενάρια.

Εκτός από αυτές τις θέσεις, σύμφωνα με την Ευρωπαϊκή Ένωση Εμπειρογνομόνων Λογιστών Οικονομικών και Χρηματοοικονομικών – UEC (1961), οι άλλες αρχές που πρέπει να διέπουν μια καλά διεξαγόμενη διαδικασία αποτίμησης επιχειρήσεων είναι οι εξής:

- η αρχή της σχετικότητας της επιχειρηματικής αξίας, σύμφωνα με την οποία η αποτίμηση καταλήγει σε διαφορετικά αποτελέσματα ανάλογα με τις διάφορες περιπτώσεις ή τους επιδιωκόμενους σκοπούς αποτίμησης.
- η αρχή της γενικής εταιρικής αξίας, σύμφωνα με την οποία είναι απαραίτητο να καταλήξουμε σε μια αντικειμενική αξία εκτίμησης, ανεξάρτητα από τα κίνητρα και τα χαρακτηριστικά των υποκειμένων που εμπλέκονται στη συγκεκριμένη περίπτωση εκτίμησης και από τυχόν οικονομικές συνθήκες.
- η αρχή της σύνθεσης: η αξία μιας εταιρείας πρέπει πάντα να αντιπροσωπεύει ένα στοιχείο της καθαρής θέσης και ένα στοιχείο του εισοδήματος, κατάλληλα σταθμισμένα μεταξύ τους.

- η αρχή του διαχωρισμού μεταξύ αξίας και τιμής, λόγω της διαφορετικής φύσης των δύο και της ιδιαίτερης διαδικασίας που οδηγεί στον προσδιορισμό τους.

Εύκολα, λοιπόν, μπορεί ο καθένας να συμπεράνει ότι είναι ουκ ολίγες οι προσεγγίσεις που μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την αξιολόγηση του οικονομικού κεφαλαίου. Συνεπώς, θα αποτελούσε χρήσιμη προσθήκη να παρασχεθεί ένα συνοπτικό σχήμα από το οποίο να αντληθεί μια επισκόπηση των μεθοδολογιών, επισημαίνοντας εκείνες που είναι περισσότερο διαπιστευμένες και χρησιμοποιούνται ευρέως στην επαγγελματική θεωρία και πρακτική. Κρίνεται σκόπιμο να διακριθούν πρώτα οι προσεγγίσεις (ή μοντέλα) αποτίμησης, που χαρακτηρίζονται από μια συγκεκριμένη σχέση μεταξύ της αξίας της επιχείρησης και των καθορισμένων μεταβλητών, από τις μεθόδους αποτίμησης που μπορούν να χρησιμοποιηθούν σε κάθε προσέγγιση. (Dallocchio, Lucchini and Scarpelli, 2013). Πιο συγκεκριμένα, υπάρχουν τέσσερις κύριες προσεγγίσεις αποτίμησης:

1. Προσέγγιση που βασίζεται στην *ανάλυση των περιουσιακών στοιχείων*, δηλαδή στην εκτίμηση των επιμέρους στοιχείων των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης (ενσώματα και άυλα) που συνθέτουν το κεφάλαιο που έχει επενδυθεί στην επιχείρηση.
2. Προσέγγιση με βάση τις *ροές αποτελεσμάτων*. Σύμφωνα με τις προσεγγίσεις που ανήκουν σε αυτή την κατηγορία, η αξία μιας επιχείρησης συνδέεται με τις ταμειακές ροές ή τα έσοδα που θα είναι σε θέση να παράγει. Η προσέγγιση αυτή είναι η πιο συνεπής με τις μεθοδολογίες αποτίμησης που αναπτύχθηκαν στα χρηματοοικονομικά των επιχειρήσεων.
3. Προσέγγιση με βάση την *έννοια της οικονομικής προστιθέμενης αξίας*. Η προστιθέμενη αξία ορίζεται ως η διαφορά μεταξύ του εισοδήματος που αποκτά η εταιρεία και του κανονικού εισοδήματος που επικρατεί στον τομέα δραστηριότητας στον οποίο δραστηριοποιείται η εταιρεία. Σύμφωνα με την προσέγγιση αυτή, η αξία του οικονομικού κεφαλαίου δίνεται από δύο στοιχεία που προστίθενται μαζί: την αξία των περιουσιακών στοιχείων και την αξία του εισοδήματος που υπερβαίνει την κανονική απόδοση που αναμένεται από τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας.
4. Προσέγγιση βάσει *συγκριτικής ανάλυσης*. Πρόκειται για μια κατεξοχήν εμπειρική προσέγγιση, δεδομένου ότι η αξία προσδιορίζεται κατ' αναλογία με την αξία παρόμοιων περιουσιακών στοιχείων που διαπραγματεύονται στις αγορές.

Προσεγγίσεις	Μέθοδοι	Κριτήρια	Οπτική
1. Περιουσιακών Στοιχείων	Καθαρής περιουσιακής θέσης		
	Καθαρής περιουσιακής θέσης με την κεφαλαιοποιημένη υπερπρόσοδο.	Εμπειρικά Αναλυτικά	
2. Ροές Αποτελεσμάτων	Οικονομική (Προεξόφλησης ταμειακών ροών, DCF)	Αναλυτικά Συνθετικά	Ενεργητικού Ιδίων Κεφαλαίων
	Εισοδηματική	Αναλυτικά Συνθετικά	
3. Προστιθέμενη Αξία	Μικτή με ιδιαίτερη σημασία στη «φήμη και πελατεία»		
	Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας		
4. Συγκριτική Ανάλυση	Πολλαπλασιαστών Κεφαλαιαγοράς		Ενεργητικού Ιδίων Κεφαλαίων
	Πολλαπλασιαστών Συγκρίσιμων Συναλλαγών (π.χ εξαγορές)		

Πίνακας 2: Προσεγγίσεις και μέθοδοι αποτίμησης του οικονομικού κεφαλαίου

Είναι απαραίτητο να τονιστεί ότι είναι αδύνατον να ταξινομηθεί η κάθε προσέγγιση αποκλειστικά σύμφωνα με την ποιότητα και την εγκυρότητα των αποτελεσμάτων της. Παρ'όλα αυτά, αυτό που ισχύει είναι ότι κάποιες προσεγγίσεις ενδέχεται να είναι πιο ισχυρές από εννοιολογική και τεχνική άποψη, ενώ άλλες χρησιμοποιούνται ευρύτερα στο πλαίσιο της πρακτικότητας, ιδίως από τους επαγγελματίες του χώρου. Λαμβάνοντας υπόψη την ακαδημαϊκή βάση και σύμφωνα με τους Dallochio, Lucchini & Scarpelli (2013) είναι δυνατόν να δηλωθεί - αν και με κάποια επιφύλαξη - ότι η χρηματοοικονομική προσέγγιση προεξόφλησης ταμειακών ροών (DCF) και η συγκριτική προσέγγιση (Multiples) χρησιμοποιούνται ευρέως στα πλαίσια της αγοράς και των επενδυτικών τραπεζών η φορέων, ενώ, αντίθετα, οι επαγγελματικές ενώσεις φαίνεται να προτιμούν τις άλλες δύο προσεγγίσεις που αναφέρονται στον παραπάνω πίνακα καθώς έχουν μία πιο

θεσμική υπόσταση. Ωστόσο, όπως αναφέρθηκε και σε προηγούμενη ενότητα, η επιλογή καθορίζεται από όρους προσαρμοστικότητας, εξαρτάται σημαντικά από την οικονομική-επιχειρηματική κουλτούρα και τα συγκεκριμένα πλαίσια αποτίμησης στα οποία πρόκειται να υιοθετηθεί (εκτιμήσεις που διενεργούνται για τη στήριξη εταιρικών παρουσιάσεων, για την προστασία τρίτων κ.ο.κ.).

Χρειάζεται επίσης να τονιστεί μια περαιτέρω διάκριση μεταξύ της οπτικής της πλευράς του ενεργητικού και της πλευράς των ιδίων κεφαλαίων στην αποτίμηση των επιχειρήσεων.

Στην πρώτη περίπτωση, η αξία του οικονομικού κεφαλαίου προκύπτει έμμεσα, υπολογίζοντας πρώτα την αξία του λειτουργικού κεφαλαίου και στη συνέχεια αφαιρώντας από αυτήν την αξία την αγοραία αξία της καθαρής χρηματοοικονομικής θέσης. Εάν επιλεγεί η χρηματοοικονομική προσέγγιση, τα βασικά στοιχεία της αποτίμησης του ενεργητικού είναι οι λειτουργικές ταμειακές ροές (FCFF) και ένα προεξοφλητικό επιτόκιο που εκφράζει τη μέση απόδοση που αναμένουν οι επενδυτές της εταιρείας (WACC). Αναλυτικότερα, η αξία του οικονομικού κεφαλαίου ισούται με το άθροισμα των ακόλουθων στοιχείων.

- των λειτουργικών ταμειακών ροών που η εταιρεία θα είναι σε θέση να παράγει στο μέλλον, προεξοφλημένων με επιτόκιο ίσο με το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου.

+

- την αγοραία αξία οποιουδήποτε πλεονάζοντος περιουσιακού στοιχείου που δεν σχετίζεται με την κύρια δραστηριότητα εφόσον η λειτουργική αξία της εταιρείας δεν περιλαμβάνει την αξία των μη κύριων περιουσιακών στοιχείων.

-

- την καθαρή χρηματοοικονομική θέση της εταιρείας εκφρασμένη στις αγοραίες αξίες που ισχύουν κατά την ημερομηνία αποτίμησης.

Απλούστερα, στην οπτική των ιδίων κεφαλαίων, από την άλλη πλευρά, η αξία των ιδίων κεφαλαίων προσδιορίζεται άμεσα, χρησιμοποιώντας τις ταμειακές ροές που αφορούν τους μετόχους (FCFE) και προεξοφλώντας τις με επιτόκιο που εκφράζει την αναμενόμενη αμοιβή τους (K_e).

3.2 Προσέγγιση με βάση τον Ισολογισμό της εταιρείας

Στην περίπτωση που ακολουθείται η συγκεκριμένη προσέγγιση και οι παράγωγες μεθοδολογίες της, τα αποτελέσματα που δύναται να εξαχθούν είναι αποδεκτά σε περιορισμένες περιπτώσεις (Dallocchio, Lucchini and Scarpelli, 2013). Το χαρακτηριστικό που καθιστά αυτές τις μεθόδους «αδύναμες» από πλευράς αποτελεσμάτων και υπολογισμού της αξίας, είναι ότι προσεγγίζουν την αξία μιας εταιρείας από μια επιφανειακή οπτική, χωρίς να υπολογίζεται καθόλου η προοπτική της εταιρείας. Συνεπώς, τα αποτελέσματα δεν είναι πλήρως αντιπροσωπευτικά και η δυναμικότητα και η αποτελεσματικότητα της επιχείρησης δεν λαμβάνεται υπόψιν. Αξίζει, ακόμα, να αναφερθεί ότι δεν είναι λίγες οι περιπτώσεις στις οποίες οι οικονομικές δημοσιεύσεις μίας εταιρείας ενδέχεται να μην προβάλλουν την πραγματική κατάσταση και να περιλαμβάνουν στρεβλώσεις που επωφελούν κάποιους από τα ενδιαφερόμενα μέρη, ενώ, αρκετά οικονομικά γεγονότα που προσδίδουν στην αξία της επιχείρησης δεν είναι δυνατόν να αποτυπωθούν σε αυτές (Brealey, Myers and Marcus, 2007). Παρ'όλα αυτά, οι πληροφορίες που παρέχονται από την εφαρμογή μιας τέτοιας προσέγγισης, ενδέχεται κάποιες φορές να αποδειχθούν χρήσιμες για την πληρότητα των ήδη υπάρχοντων εκτιμήσεων, ή για να πραγματοποιηθεί ένας πιο ακριβής προσδιορισμός σχετικά με το περιεχόμενό τους.

Η σειρά των διαδικασιών της προσέγγισης του ισολογισμού βασίζεται στην αρχή της αναλυτικής αποτίμησης των επιμέρους περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων, όπως εκφράζονται σε τρέχουσες ή επικαιροποιημένες αξίες (σε σχέση με τη λογιστική αξία). Τα στοιχεία που συνθέτουν τα περιουσιακά στοιχεία μπορούν να χωριστούν σε δύο ομάδες, η εξέταση των οποίων οδηγεί σε δύο διαφορετικούς τρόπους σύλληψης της αποτίμησης των περιουσιακών στοιχείων, ανάλογα με το αν αυτά λαμβάνονται ή όχι υπόψη στην ανάλυση.

Τα τελευταία χρόνια, η βιβλιογραφία γύρω από την επιστήμη της οικονομίας έχει αναγνωρίσει τα μειονεκτήματα και τη σημασία της εξέλιξης της συγκεκριμένης μεθόδου. Εκείνο, λοιπόν, το στοιχείο που έχει αποκτήσει ιδιαίτερη σημασία στην εφαρμογή της μεθοδολογίας είναι στην πραγματικότητα η αντιμετώπιση εκείνων των παραμέτρων που αποτελούν τα άυλα περιουσιακά στοιχεία μιας επιχείρησης (Dallocchio, Lucchini and Scarpelli, 2013).

3.2.1 Απλή μέθοδος Περιουσιακής Θέσης

Η απλοποιημένη μέθοδος υπολογισμού της περιουσιακής θέσης προσδιορίζει την αξία του οικονομικού κεφαλαίου μιας εταιρείας ως ίση με την αξία των λογιστικών ιδίων κεφαλαίων της, προσαρμοσμένη με τις διαφορές μεταξύ των τρεχουσών αξιών των στοιχείων του ενεργητικού και παθητικού και των αντίστοιχων αξιών που καταγράφονται στον ισολογισμό. Συνεπώς, το κριτήριο βασίζεται σε μία αναλυτική εκτίμηση των στοιχείων του ενεργητικού και παθητικού της εταιρείας που αποτιμώνται σε τρέχουσες αξίες (Dallocchio, Lucchini and Scarpelli, 2013).

Πιο συγκεκριμένα:

- Τα περιουσιακά στοιχεία (Ενεργητικό) αποτιμώνται με βάση τις αντίστοιχες (τρέχουσες) αξίες επαναγοράς ή αντικατάστασής τους.
- Οι υποχρεώσεις (Παθητικό) αποτιμώνται με βάση τις αντίστοιχες (τρέχουσες) αξίες εξόφλησής τους.

Η εφαρμογή της απλής μεθόδου της περιουσιακής θέσης προκύπτει με τη χρήση της ακόλουθης σχέσης:

$$E = K = NAV + \Delta A + \Delta P$$

Όπου:

E = Αξία του οικονομικού κεφαλαίου

K = Αξία των προσαρμοσμένων ιδίων κεφαλαίων (το άθροισμα των ιδίων κεφαλαίων για λογιστικούς σκοπούς και των προσαρμογών τους, που προσδιορίζονται με βάση τις διαφορές μεταξύ της καθαρής τρέχουσας αξίας των στοιχείων ενεργητικού και παθητικού και των αντίστοιχων αξιών που καταγράφονται στον ισολογισμό)

NAV = Καθαρή αξία ενεργητικού

ΔA = Κεφαλαιακά κέρδη/ζημιές περιουσιακών στοιχείων

ΔP = Κεφαλαιακά κέρδη/ζημιές υποχρεώσεων

Αναντίρρητα, η διαδικασία αποτίμησης με την συγκεκριμένη μέθοδο αποτελεί ιδανικό εργαλείο όταν πρόκειται για περιπτώσεις στις οποίες η αποτιμώμενη επιχείρηση δεν παράγει κέρδη αλλά ζημιές, τα κέρδη της είναι πολύ μικρά σε σύγκριση με την περιουσία

της ή ακόμα και σε περίπτωση εκκαθάρισης. Σε αυτή την περίπτωση η χρήση της συγκεκριμένης μεθόδου αποτελεί μονόδρομο για τους εκτιμητές προκειμένου να εξάγουν αποτελέσματα για τη συνέχεια της διαδικασίας. Ακόμα, είναι προφανές πως η μέθοδος αυτή πλεονεκτεί σε σχέση με άλλες καθώς μπορεί να γίνει σαφώς πολύ πιο κατανοητή από ένα ευρύτερο κοινό και αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι χρησιμοποιούνται μόνο οι κανόνες που διέπουν την λογιστική και είναι θεσπισμένοι νομοθετικά. Επιπροσθέτως, αξίζει να αναφερθεί πως η αποτίμηση μιας επιχείρησης με αυτή την μέθοδο είναι δυνατόν να ολοκληρωθεί σε πολύ μικρό χρονικό διάστημα λόγω της περιορισμένης εμβάθυνσης και των στοιχείων που απαιτούνται για την διεκπεραίωσή της (Fernandez, 2007).

3.2.2 Σύνθετη μέθοδος Περιουσιακής Θέσης

Όπως τονίστηκε και σε προηγούμενη ενότητα, η αδυναμία της «απλής» μεθόδου υπολογισμού της περιουσιακής θέσης τείνει προς σημαντική βελτίωση με την εισαγωγή της εκτίμησης της αξίας που αποδίδεται στα άυλα στοιχεία. Αυτό λαμβάνει υπόψη ορισμένα περιουσιακά στοιχεία που δεν καλύπτονται από τη μέθοδο της απλουστευμένης μεθόδου, τα οποία όμως μπορούν να διαδραματίσουν σημαντικό ρόλο στην αποτίμηση του οικονομικού κεφαλαίου. Ο Guatri (2009) επ' αυτού χαρακτηριστικά αναφέρει ότι «ενώ από τη μία πλευρά, τα καθαρά περιουσιακά κριτήρια χάνουν αναπόφευκτα την αξιοπιστία τους βάσει των δογματικών αρχών και εφαρμογών, από την άλλη πλευρά, ορισμένες πληροφορίες σχετικά με τα περιουσιακά στοιχεία αναζωογονούνται υπό το φως των νέων κατευθύνσεων στην έρευνα της αξίας. Μια χαρακτηριστική περίπτωση είναι το αυξανόμενο ενδιαφέρον για τη μέτρηση των άυλων αξιών και της δυναμικής τους με την πάροδο του χρόνου».

Η αξία του οικονομικού κεφαλαίου που προκύπτει μέσω της σύνθετης μεθόδου είναι συνάρτηση δύο προσθηκών:

1. τα προσαρμοσμένα ίδια κεφάλαια της εταιρείας, τα οποία προσδιορίζονται με βάση τα λογιστικά ίδια κεφάλαια της εταιρείας, κατάλληλα διαμορφωμένα ώστε να αντικατοπτρίζουν τις τρέχουσες αγοραίες αξίες ή τις εκτιμήσεις των περιουσιακών στοιχείων και των υποχρεώσεων.
2. την αξία που αποδίδεται σε άυλα περιουσιακά στοιχεία που δεν περιλαμβάνονται στα περιουσιακά στοιχεία.

Οι σύνθετες μέθοδοι εκτίμησης της περιουσιακής θέσης δύναται να διαχωριστούν ως εξής:

- *μέθοδοι πρώτης τάξης*, οι οποίες λαμβάνουν υπόψη την αποτίμηση των άυλων περιουσιακών στοιχείων που είναι λογιστικοποιημένα και έχουν αγοραία αξία. Πρόκειται για εμπορικά σήματα, διπλώματα ευρεσιτεχνίας, παραχωρήσεις και άδειες χρήσης. Στην περίπτωση αυτή, προσδιορίζεται η τρέχουσα αξία κάθε στοιχείου και τυχόν κεφαλαιακά κέρδη και ζημιές.
- *μέθοδοι δεύτερης τάξης*, οι οποίες περιλαμβάνουν επίσης άυλα περιουσιακά στοιχεία που δεν έχουν λογιστικοποιηθεί αλλά έχουν αγοραία αξία. Η αξία προσδιορίζεται μόνο για περιουσιακά στοιχεία που μπορούν να μεταβιβαστούν ανεξάρτητα (δίκτυα πωλήσεων, προσωπικό κ.α). Περιουσιακά στοιχεία όπως η εικόνα, το μερίδιο αγοράς, οι πελάτες κ.λπ. δεν μπορούν να αποτιμηθούν χωριστά.

Λαμβάνοντας υπόψιν τη θεωρία των Dallochio, Lucchini & Scarpelli (2013), σε γενικές γραμμές, όσον αφορά την αποτίμηση των άυλων περιουσιακών στοιχείων, η αναλυτική μεθοδολογία στηρίζεται σε κριτήρια τα οποία βασίζονται σε λογικές παραδοχές και αποδεικτικούς υπολογισμούς, όπως:

- ⇒ η υπολειμματική αξία των δαπανών που πραγματοποιήθηκαν για την απόκτηση των εν λόγω περιουσιακών στοιχείων
- ⇒ η προεξόφληση των δαπανών που θα πραγματοποιηθούν για την χρήση των περιουσιακών στοιχείων που αποτιμώνται. Με άλλα λόγια, το κόστος που θα προκύψει για την χρήση των άυλων περιουσιακών στοιχείων εκτιμάται και στη συνέχεια προσαρμόζεται ώστε να ληφθούν υπόψη οι συνθήκες χρήσης του περιουσιακού στοιχείου.
- ⇒ η προεξόφληση του εισοδήματος και των ειδικών οφελών που προκύπτουν από την κατοχή των περιουσιακών στοιχείων
- ⇒ η προεξόφληση των ζημιών που θα προέκυπταν αν τα περιουσιακά στοιχεία πωλούνταν.

3.3 Προσέγγιση με βάση τις ροές αποτελεσμάτων

Η προσέγγιση των ταμειακών ροών βασίζει την αποτίμηση του οικονομικού κεφαλαίου σχεδόν αποκλειστικά σε τιμές ταμειακών ροών που μεταφράζουν την προσδοκία για μελλοντικές αποδόσεις. Σε αντίθεση με την προσέγγιση του κεφαλαίου (περιουσιακής θέσης), η προσέγγιση των ταμειακών ροών δίνει λιγότερη έμφαση στις προηγούμενες συσσωρευμένες αξίες της εταιρείας, καθώς η αξία του οικονομικού κεφαλαίου είναι το αποτέλεσμα των αποδόσεων που αναμένεται να δημιουργήσει η εταιρεία για τους μετόχους της.

Συνεπώς, η δημιουργία αξίας εξαρτάται από τη σταθεροποιημένη ικανότητα της εταιρείας να παράγει μελλοντικές ελεύθερες ταμειακές ροές (δηλ. μελλοντικές λειτουργικές ταμειακές ροές) που παρέχουν μια λογική απόδοση του επενδεδυμένου κεφαλαίου. Η επιμέτρηση της αξίας οποιουδήποτε περιουσιακού στοιχείου σύμφωνα με τη χρηματοοικονομική προσέγγιση δεν μπορεί συνεπώς να αγνοήσει την ακριβή εκτίμηση των ταμειακών ροών και του προεξοφλητικού επιτοκίου που χρησιμοποιείται για την προεξόφληση των ροών αυτών. Το χρηματοοικονομικό μοντέλο είναι το μοντέλο προεξόφλησης ταμειακών ροών. (Ferrara, 2010)

3.3.1 Μέθοδος Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών

Σύμφωνα με πληροφορίες που αναφέρθηκαν σε προηγούμενη ενότητα, ο βασικός διαχωρισμός της χρηματοοικονομικής εκτιμητικής προσέγγισης βρίσκεται ανάμεσα στις οπτικές των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας, δηλαδή την πλευρά του ενεργητικού η οποία καταλήγει στον προσδιορισμό της αξίας της επιχείρησης (*Enterprise value*) προεξοφλώντας τις μελλοντικές ταμειακές ροές που απορρέουν από το σύνολο του επενδυσμένου κεφαλαίου, και την πλευρά των Ιδίων Κεφαλαίων, η οποία καταλήγει σε άμεσο προσδιορισμό της οικονομικής αξίας που αποδίδεται στα ίδια κεφάλαια (*Equity*), μέσω της προεξόφλησης των μελλοντικών ταμειακών ροών που είναι διαθέσιμες σε όσους έχουν επενδύσει στην επιχείρηση. Πιο συγκεκριμένα:

Στην οπτική των στοιχείων του ενεργητικού (*Asset Side*), οι χρηματικές ροές είναι εκείνες που δημιουργούνται από την λειτουργική/επιχειρησιακή διαχείριση χωρίς να λαμβάνονται υπόψιν πιθανές χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις (*unlevered cash flow*). Αντιπροσωπεύουν τις ταμειακές ροές που είναι διαθέσιμες στην επιχείρηση (FCFF) για την απόδοση του συνολικού επενδεδυμένου κεφαλαίου, ανεξάρτητα από την πηγή, χρέος ή ίδια κεφάλαια. Το άθροισμα των FCFF που οι λειτουργικές δραστηριότητες θα είναι σε

θέση να δημιουργήσουν στο μέλλον, προεξοφλημένο με το μέσο σταθμικό κόστος των απασχολούμενων κεφαλαίων (*WACC*), το οποίο αντικατοπτρίζει το προφίλ λειτουργικού και χρηματοοικονομικού κινδύνου της επιχείρησης, αντιπροσωπεύει την ακαθάριστη αξία της επιχείρησης. Εάν από αυτή την αξία αφαιρεθεί η τρέχουσα χρηματοοικονομική αξία (*NFP*), την χρονική στιγμή της αποτίμησης, δύναται να υπολογιστεί έμμεσα η αξία που αναλογεί στα ίδια κεφάλαια, δηλαδή η τρέχουσα αξία της καθαρής θέσης. (Ferrara, 2010)
Ο τύπος που ισχύει για τα παραπάνω είναι:

$$\sum_{n=1}^x \frac{FCFF_n}{(1 + WACC)^n}$$

Όπου:

$x =$ αριθμός των ετών

Όταν αθροίζουμε όλες αυτές τις προεξοφλημένες ταμειακές ροές του προσδιορισμένου χρονικού διαστήματος, λαμβάνουμε τη συνολική παρούσα αξία (*PV*) όλων των ρητών ταμειακών ροών.

Από την οπτική των Ιδίων Κεφαλαίων, η αξία του οικονομικού κεφαλαίου μιας επιχείρησης, ή αλλιώς η τρέχουσα αξία της καθαρής θέσης, προσδιορίζεται άμεσα. Συγκεκριμένα, σε αυτή την περίπτωση, οι προεξοφλημένες μελλοντικές χρηματικές ροές αφορούν ταμειακές ροές που δημιουργούνται από χρηματοδοτικές συναλλαγές (*levered cash flow*), όπως χορηγήσεις και αποπληρωμές δανείων και πληρωμές κόστους δανεισμού (επιτόκια). Οι ροές αυτές αντιπροσωπεύουν τους χρηματοοικονομικούς πόρους που είναι διαθέσιμοι για την απόδοση του επενδεδυμένου κεφαλαίου (*FCFE*). Η αξία των ιδίων κεφαλαίων προκύπτει από την προεξόφληση των *FCFE* με επιτόκιο ίσο με το κόστος ευκαιρίας του επενδεδυμένου κεφαλαίου. Συνεπώς, αντιπροσωπεύει το αναμενόμενο επιτόκιο απόδοσης για τους επενδυτές το οποίο προσδιορίζεται μέσω του υποδείγματος *Capital Asset Pricing Model*. (Ferrara, 2010) Ο τύπος που ισχύει για τα παραπάνω είναι:

$$\sum_{n=1}^x \frac{FCFE_n}{(1 + K_e)^n}$$

Όπου:

$K_e =$ το κόστος ευκαιρίας των ιδίων κεφαλαίων (αναμενόμενο ποσοστό απόδοσης των *I.K.*)

Για να γίνει πιο σαφές, ειδικότερα, θα αναλυθεί ο τρόπος προσδιορισμού των ταμειακών ροών μετά από φόρους (FCFF) και των καθαρών ταμειακών ροών προς τους μετόχους (FCFE) που χρησιμοποιούνται στις προοπτικές αποτίμησης που αναφέρθηκαν παραπάνω. Η κατασκευή και των δύο τύπων ροής μοιάζει πολύ με τον τρόπο παρουσίασης της κατάστασης ταμειακών ροών. Για κάθε έτος της ρητής περιόδου πρόβλεψης για την οποία οι ταμειακές ροές εκτιμώνται σε ad hoc βάση, είναι απαραίτητο να κατασκευάζεται μια κατάσταση αποτελεσμάτων και ένας ισολογισμός «πρόβλεψης», οι οποίοι δεν θα πρέπει να περιλαμβάνουν κεφαλαιουχικά και μη λειτουργικά στοιχεία εισοδήματος. Στην πραγματικότητα, οι οικονομικές συνιστώσες των επιμέρους ετών θα εξομαλυνθούν. Η αναταξινόμηση συνίσταται στην απομάκρυνση του καθαρού λειτουργικού εισοδήματος από όλες εκείνες τις συνιστώσες που στρεβλώνουν ή δεν σχετίζονται με τις λειτουργικές επιδόσεις, διασφαλίζοντας ότι η εκτίμηση βασίζεται ωστόσο σε περιθώρια που είναι πραγματικά βιώσιμα από την εταιρεία. Με βάση τα δεδομένα που καταγράφονται στην προβολή της κατάστασης αποτελεσμάτων και του ισολογισμού, η αναμενόμενη ταμειακή ροή μπορεί να κατασκευαστεί, σύμφωνα με ένα σχήμα παρόμοιο με αυτό που θα χρησιμοποιηθεί παρακάτω. (Dallocchio and Salvi, 2011).

λειτουργικό Κέρδος (EBIT)	
-	Φόροι που αποδίδονται στα λειτουργικά αποτελέσματα
=	Καθαρό λειτουργικό κέρδος (NOPLAT)
+	Αποσβέσεις
+	Μη ταμειακές προβλέψεις
=	Ακαθάριστες ταμειακές ροές
-/+	Μεταβολή του καθαρού κεφαλαίου κίνησης
-/+	Μεταβολή σε λοιπές λειτουργικές υποχρεώσεις / απαιτήσεις
-/+	Μεταβολή των λειτουργικών επενδύσεων (ενσώματα, άυλα, χρηματοοικονομικά πάγια)
=	<i>Μη μοχλευμένες ελεύθερες ταμειακές ροές (FCFF)</i>
-	Καθαρές χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις (μετά την αφαίρεση του φορολογικού οφέλους)
-/+	Μεταβολή του χρέους
=	<i>Ελεύθερες ταμειακές ροές προς τους μετόχους (FCFE)</i>

Πίνακας 3: Ελεύθερες χρηματικές ροές FCFF & FCFE

Σύμφωνα με την παραπάνω ανάλυση πραγματοποιείται η πρόβλεψη των ελεύθερων χρηματικών (ταμειακών) ροών που βασίζονται στη λειτουργία της επιχείρησης για ένα συγκεκριμένο χρονικό ορίζοντα, ο οποίος προκαθορίζεται ανάλογα με τις απαιτήσεις των εκτιμητών (ή το είδος της δραστηριότητας) και εν συνεχεία προεξοφλούνται σύμφωνα με το αντίστοιχο επιτόκιο.

Η επιλογή του προεξοφλητικού επιτοκίου είναι μια σημαντική στιγμή στη διαδικασία αποτίμησης της εταιρείας. Γίνεται διάκριση μεταξύ της αναμενόμενης απόδοσης (ή του κόστους) των ιδίων κεφαλαίων (K_e) και της αναμενόμενης απόδοσης του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων που επενδύονται στην εταιρεία από τους μετόχους και τρίτους (ίδια κεφάλαια + δανεισμός), η οποία προκύπτει από τον σταθμισμένο μέσο όρο μεταξύ K_e και K_d (κόστος που σχετίζεται με τον δανεισμό). Εάν η διαδικασία αποτίμησης δίνει έμφαση στην οικονομική διάσταση του συνολικού επενδεδυμένου κεφαλαίου, συνδέεται με το μέγεθος των ταμειακών ροών που παράγονται από τις λειτουργικές δραστηριότητες (FCFF) και το μέσο σταθμικό κόστος του απασχολούμενου κεφαλαίου (WACC), το οποίο είναι απαραίτητο για τον προσδιορισμό της αξίας της επιχείρησης (πλευρά του ενεργητικού). (Ferrara, 2010) Το μέσο σταθμικό κόστος δίνεται από την παρακάτω εξίσωση:

$$WACC = \left[\frac{D}{D + E} \times K_d \times (1 - t) \right] + \left[\frac{E}{D + E} \times K_e \right]$$

Όπου:

D = Τρέχουσα αξία του καθαρού χρηματοοικονομικού χρέους

E = Τρέχουσα αξία των Ιδίων Κεφαλαίων

$K_d \times (1 - t)$ = Κόστος δανεισμού μετά την αφαίρεση του φορολογικού οφέλους

Ο υπολογισμός του K_d βασίζεται στα επιτόκια που χρεώνουν οι τράπεζες για τα διάφορα είδη δανείων.

Εάν, αντίθετα, στη διαδικασία αποτίμησης είναι η πλευρά των ιδίων κεφαλαίων, τα σχετικά μεγέθη είναι αυτά της ταμειακής ροής που είναι διαθέσιμη για τους μετόχους (FCFE) και του κόστους των ιδίων κεφαλαίων (K_e). Τα μεγέθη αυτά επιτρέπουν τον άμεσο προσδιορισμό της οικονομικής αξίας του κεφαλαίου ή της αξίας των ιδίων κεφαλαίων. Το ποσοστό απόδοσης που αναμένουν οι επενδυτές μπορεί να υπολογιστεί χρησιμοποιώντας την προσέγγιση του μοντέλου Capital Asset Pricing Model (CAPM).

Συγκεκριμένα το κόστος το Ιδίων Κεφαλαίων (K_e) προσδιορίζεται από την παρακάτω εξίσωση:

$$K_e = r_f + \beta \times (r_m - r_f)$$

Όπου:

r_f = Επιτόκιο απόδοσης περιουσιακών στοιχείων χωρίς κίνδυνο – Risk Free

β = Beta, εκφράζει τον δείκτη της επικινδυνότητας της εταιρείας σε σχέση με την αγορά

$(r_m - r_f)$ = Διαφορά μεταξύ της απόδοσης της χρηματιστηριακής αγοράς και του επιτοκίου r_f .

Συνεπώς, με οποιαδήποτε προσέγγιση πραγματοποιηθεί η εκτιμητική διαδικασία, αθροίζοντας όλες αυτές τις προεξοφλημένες ταμειακές ροές του δεδομένου χρονικού ορίζοντα, αποτυπώνεται η συνολική παρούσα αξία όλων των ρητών ταμειακών ροών.

Στο σημείο αυτό, θα αποτελούσε σοβαρότατη παράλειψη να μην τονιστεί η σημασία της τερματικής (ή υπολλειματικής) αξίας στην συγκεκριμένη αναλυτική μέθοδο (*Terminal Value*) η οποία δεν είναι άλλη από όλες τις αποδόσεις πέραν της διακριτής περιόδου πρόβλεψης και χρησιμοποιείται στη μεθολογία που αναλύθηκε παραπάνω. Για τον προσδιορισμό της λαμβάνεται υπόψιν ο ρυθμός ανάπτυξης των ταμειακών ροών (g) για το δεδομένο χρονικό διάστημα και εκτιμάται με βάση τις χρηματικές ροές του τελευταίου έτους της πρόβλεψης κατάλληλα προσαρμοσμένες (συνήα το μέγεθος που αφορά την εκτίμηση της τελικής αξίας προκύπτει με βάση το μέσο όρο των ροών των 2-3 τελευταίων ετών των προβλέψεων). Ο τύπος που χρησιμοποιείται είναι ο παρακάτω:

$$TV = \frac{FCFF_{year\ n} \times (1 + g)}{(WACC - g)}$$

Η αναλυτική μέθοδος με την υπολλειματική αξία είναι η προτιμώμενη μέθοδος όταν η εταιρεία δεν βρίσκεται σε ισορροπημένη κατάσταση ή όταν προβλέπονται σημαντικές διαχειριστικές παρεμβάσεις που τροποποιούν το προφίλ των ροών για περιορισμένο αριθμό ετών. Αυτή είναι η περίπτωση, για παράδειγμα, των πράξεων ενσωμάτωσης που προβλέπονται μετά από μια εξαγορά. Η αναλυτική μέθοδος με την υπολλειματική αξία είναι η πιο ευρέως εφαρμοσμένη χρηματοοικονομική εκτιμητική μέθοδος μεταξύ των επιχειρήσεων.

3.4 Προσέγγιση με βάση την οικονομική προστιθέμενη αξία (EVA)

Μια άλλη πιθανή προσέγγιση είναι αυτή της οικονομικής προστιθέμενης αξίας η οποία διαφέρει από τις παραδοσιακές μεθόδους στο γεγονός ότι αντλεί την αξία των ιδίων κεφαλαίων μιας εταιρείας με βάση όχι τόσο την αποτίμηση του οικονομικού κεφαλαίου της, αλλά την ικανότητα της διοίκησης να δημιουργεί αξία με την πάροδο του χρόνου για τους μετόχους της. Στην πραγματικότητα, η EVA προσδιορίζει την αξία του κεφαλαίου με βάση δύο στοιχεία:

- την αξία των προσαρμοσμένων ιδίων κεφαλαίων
- την υπεραξία, η οποία μπορεί να είναι θετική, εάν προέρχεται από την ικανότητα της εταιρείας να παράγει υψηλότερη απόδοση από την αναμενόμενη, ή αρνητική, εάν η απόδοση της εταιρείας είναι χαμηλότερη

Το κριτήριο αυτό εφαρμόζεται σε ώριμες και παγιωμένες εταιρείες, για τις οποίες τίθεται το ζήτημα της αξιολόγησης της ικανότητας ικανοποίησης των προσδοκίων κερδοφορίας των ιδιοκτητών έναντι των επενδύσεων που έχουν πραγματοποιηθεί. (Dallocchio, Lucchini, Pirrone and Schot, 2021)

Σύμφωνα με τον Stewart (1991), ο οποίος την εισήγαγε πρώτος και κατέχει τα πνευματικά δικαιώματα της συγκεκριμένης μεθόδου, η αποτίμηση της είναι ισοδύναμη με την προεξόφληση των μελλοντικών ταμειακών ροών, που βασίζεται στην καθαρή παρούσα αξία (NPV) ενός συγκεκριμένου χρηματοοικονομικού σχεδίου που πρόκειται να επιφέρει ταμειακές ροές στο μέλλον. Μια σημαντική διάκριση μεταξύ των δύο εννοιών είναι ότι η προσέγγιση της καθαρής παρούσας αξίας βασίζεται σε αγοραίες αξίες, ενώ, η αρχή της οικονομικής προστιθέμενης αξίας αναφέρεται σε λογιστικά στοιχεία.

Η μέτρηση των οικονομικών επιδόσεων μιας επιχείρησης δεν μπορεί και δεν πρέπει να βασίζεται αποκλειστικά στην ανάλυση του παραγόμενου εισοδήματος. Το καθαρό λογιστικό κέρδος είναι μόνο μια μερική και συχνά στρεβλή έκφραση της ικανότητας δημιουργίας αξίας. Μια εταιρεία που παράγει κέρδη σε ένα δεδομένο έτος δεν έχει απαραίτητα δημιουργήσει αξία, όπως, αντίστοιχα, μια απώλεια δεν έχει απαραίτητα οδηγήσει σε κατακερματισμό της αξίας. Η ικανότητα της επιχείρησης να δημιουργεί αξία αποτελεί βασική προϋπόθεση για την απόκτηση ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος και,

παράλληλα, η διοίκηση πρέπει να είναι σε θέση να χρησιμοποιεί αποτελεσματικές μεθόδους για τη μέτρηση των πραγματικών επιδόσεων και να ενεργοποιεί μια κατάλληλη διαδικασία λήψης αποφάσεων για μια ακριβέστερη διαχείριση. (Ferrara, 2010)

Στο πλαίσιο αυτό, η EVA αντιπροσωπεύει την καλύτερη μέθοδο προσδιορισμού της αξίας σε μια δεδομένη περίοδο. Το μέτρο αυτό βασίζεται στη σύγκριση της καθαρής λειτουργικής κερδοφορίας (ROIC, απόδοση της επένδυσης) με το μέσο σταθμικό κόστος του καθαρού απασχολούμενου κεφαλαίου (WACC). Η εταιρεία δημιουργεί αξία μόνο με τη διατήρηση θετικής διαφοράς μεταξύ των δύο αυτών μεγεθών σε μια δεδομένη περίοδο.

Ο τύπος για τον υπολογισμό της οικονομικής προστιθέμενης αξίας σύμφωνα με τον Stewart (1991) είναι ο παρακάτω:

$$EVA = NOPAT - WACC \times Invested Capital$$

Αναφέρεται και ως *λειτουργικός*.

Όπου:

NOPAT = Net Operating Profit (EBIT) After Tax

Invested Capital = D + E (έχουν επεξηγηθεί παραπάνω)

ή, μέσω απόδειξης ισχύει επίσης ο παρακάτω τύπος:

$$EVA = (ROIC - WACC) \times Invested Capital$$

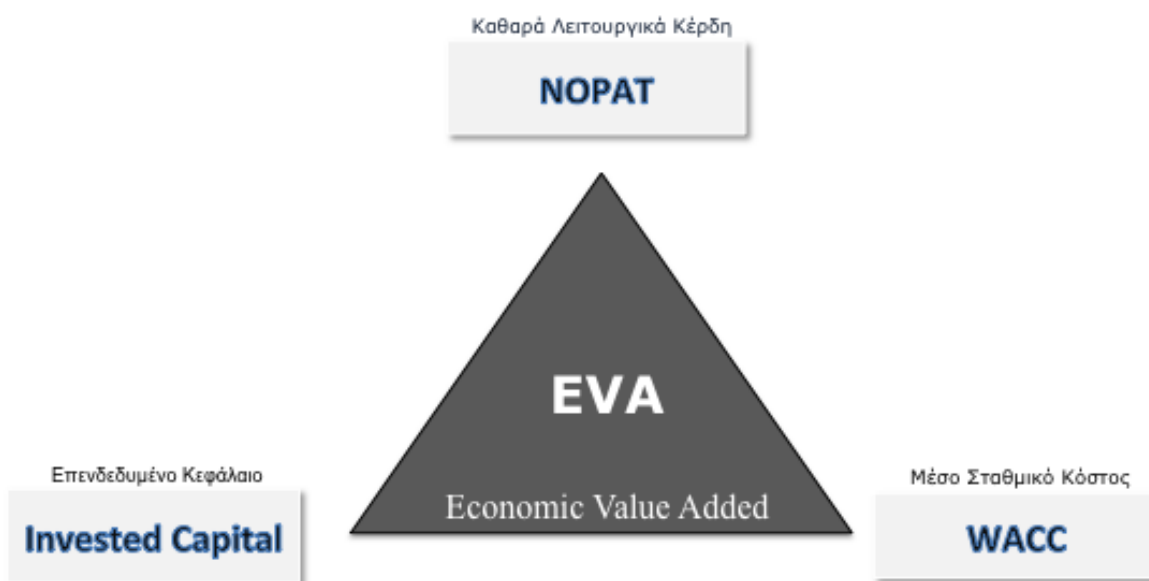
Αναφέρεται και ως *χρηματοοικονομικός*.

Όπου:

ROIC = Return on Invested Capital

Είναι περιττό να τονιστεί ότι το αποτέλεσμα της προστιθέμενης αξίας είναι ουσιαστικότερο και σαφώς ανώτερο από το λογιστικό κέρδος, καθώς, για τον υπολογισμό της λαμβάνεται υπόψιν το κόστος κεφαλαίου και, κατά συνέπεια, το ρίσκο που λαμβάνεται για την διεξαγωγή των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων μίας οντότητας. Αποτελεί, λοιπόν, το υπολειμματικό εισόδημα που απομένει και είναι διαθέσιμο στους μετόχους έπειτα από τον υπολογισμό του κόστους που αποδίδεται στα ξένα και ίδια κεφάλαια. Πιο συγκεκριμένα, όταν η προστιθέμενη αξία υπόλογίζεται με θετική τιμή δημιουργείται αξία

από τη λειτουργική δραστηριότητα της επιχείρησης, ενώ αντίθετα, στην περίπτωση αρνητικής τιμής, διαπιστώνεται καταστροφή της αξίας και απορρίπτεται η πιθανότητα νέας επένδυσης. Αναλυτικότερα, η απόδοση του επενδεδυμένου κεφαλαίου (ROIC) θα πρέπει να υπερβαίνει το μέσο σταθμικό κόστος (WACC) ούτως ώστε να αποτυπώνονται θετικά αποτελέσματα και κατ' επέκταση προστιθέμενη αξία.



Πίνακας 4: Στοιχεία οικονομικής προστιθέμενης αξίας

2.4.1 Επεξήγηση βασικών στοιχείων της EVA

Στη συνέχεια, κρίνεται σκόπιμο να ξεκαθαριστούν κάποιες βασικές έννοιες και τα επί μέρους στοιχεία που απαρτίζουν την μέθοδο της οικονομικής προστιθέμενης αξίας με σκοπό τη διαμόρφωση μιας ολοκληρωμένης εικόνας γύρω από τη συγκεκριμένη προσέγγιση.

❖ *Invested Capital (Επενδεδυμένο Κεφάλαιο)*

Ο προσδιορισμός του επενδεδυμένου κεφαλαίου, ή ακριβέστερα Καθαρού Λειτουργικού Επενδεδυμένου κεφαλαίου, συνιστά ένα ιδιαίτερα σημαντικό κομμάτι στον υπολογισμό της οικονομικής προστιθέμενης αξίας, ακριβώς επειδή η λογική της είναι άμεσα συνδεδεμένη με τη χρήση του όπως και με το κόστος του. Ουσιαστικά, ως επενδεδυμένο κεφάλαιο ορίζεται το λειτουργικό ενεργητικό μιας επιχείρησης.

Τα επιμέρους στοιχεία του λειτουργικού ενεργητικού αντιπροσωπεύουν το πραγματικό κεφάλαιο που έχει επενδυθεί στην κύρια δραστηριότητα. Πιο συγκεκριμένα, η σύσταση του συνολικού λειτουργικού ενεργητικού αποτελείται από το καθαρό λειτουργικό πάγιο ενεργητικό και το λειτουργικό καθαρό κεφάλαιο κίνησης, επομένως:

$$\text{Invested capital} = \text{Net operating fixed capital} + \text{Net operating working capital}$$

❖ *NOPAT (Καθαρά Λειτουργικά Κέρδη μετά φόρων)*

Τα καθαρά λειτουργικά κέρδη μετά από φόρους (NOPAT) είναι ένα χρηματοοικονομικό μέτρο που δείχνει πόσο καλά απέδωσε μια εταιρεία μέσω των κύριων δραστηριοτήτων της. Το NOPAT αποτελεί μια πιο ακριβή εικόνα της λειτουργικής αποδοτικότητας για τις εταιρείες με μόχλευση ενώ δεν περιλαμβάνει την εξοικονόμηση φόρων που πολλές εταιρείες λαμβάνουν λόγω του υφιστάμενου χρέους. Υπολογίζεται μέσω του παρακάτω τύπου:

$$\text{NOPAT} = \text{EBIT} \times (1 - \text{Tax Rate})$$

❖ *ROIC (Return on Invested Capital)*

Πρόκειται για τον δείκτη που προσδιορίζει την απόδοση του επενδεδυμένου κεφαλαίου καθώς και ένας τρόπος υπολογισμού της κερδοφορίας της επιχείρησης, συγκεκριμένα, εκφράζει τα καθαρά λειτουργικά κέρδη (NOPAT) σαν ποσοστό του επενδεδυμένου κεφαλαίου και προκύπτει από τον παρακάτω τύπο:

$$\text{ROIC} = \frac{\text{NOPAT}}{\text{Invested Capital}}$$

Φυσικά, είναι προφανές πως υπάρχει άμεση σχέση του μεγέθους του δείκτη, ο οποίος αντιπροσωπεύει τον ρυθμό απόδοσης του κεφαλαίου, και της συνολικής λειτουργικής αποδοτικότητας της επιχείρησης. Θα πρέπει επίσης να τονιστεί ότι, καθοριστικής σημασίας είναι και η πορεία του δείκτη τα προηγούμενα έτη και το πως εξελίσσεται

διαχρονικά εν προκειμένω να εξαχθούν ασφαλή συμπεράσματα. Αυτό πρακτικά σημαίνει πως ένας θετικός αλλά φθίνων δείκτης, κάθε άλλο παρά ενθαρρυντικός είναι για το μέλλον της επιχείρησης, γεγονός που καθιστά αναγκαία την άμεση ληψη κατάλληλων μέτρων. Συνεπώς, η εταιρεία παράγει αξία μόνο εάν η απόδοση του καθαρού επενδεδυμένου κεφαλαίου είναι υψηλότερη από το κόστος του, δηλαδή εφόσον η διαφορά μεταξύ ROIC και WACC είναι θετική.

3.4.2 Χρήση της EVA

Σύμφωνα με την βιβλιογραφία, η μέθοδος της οικονομικής προστιθέμενης αξία (EVA) δύναται να διαχωριστεί σε δύο βασικές οπτικές και διακρίσεις, με την *εσωτερική* της χρήση, που εφαρμόζεται από το διοικητικό προσωπικό μιας επιχείρησης προκειμένου να ενδυναμώσουν την κρίση τους σε επίπεδο λήψης αποφάσεων. Η καταλληλότερη μέτρηση της απόδοσης αναμφισβήτητα πρέπει να αποτιμά τους τρόπους με τους οποίους οι αποφάσεις που λαμβάνονται από την διοίκηση αντανακλώνται στην αξία της επιχείρησης. Κατά κοινή ομολογία, η μέθοδος EVA αντιμετωπίζεται από τους αναλυτές ως καταλληλότερη λύση εναλλακτικά στους καθιερωμένους μετρητές της απόδοσης, όπως είναι φυσικά τα κέρδη, η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων κ.α. Λαμβάνοντας υπόψιν τα αποτελέσματα της οικονομικής προστιθέμενης αξίας, η διοίκηση ωθείται ώστε τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης να εκμεταλλεύονται πιο ουσιαστικά και παραγωγικά, και παράλληλα, συνεισφέρει στη ελαχιστοποίηση των διαφορών στα συμφέροντα της διοίκησης και των μετόχων (Irala, 2005).

Ταυτόχρονα, μπορεί να είναι ιδιαίτερα χρήσιμη σε *εξωτερικούς* αναλυτές, κυρίως με επενδυτικό ενδιαφέρον, οι οποίοι σκοπό έχουν την περαιτέρω ανάλυση της πορείας μιας εταιρείας και το αν θα μπορούσε να αποφέρει θετικά αποτελέσματα μία πιθανή επένδυση.

3.4.3 Δυνατά και αδύνατα σημεία της μεθόδου

Στη συνέχεια θα παρατεθούν τα κυριότερα υπέρ και κατά που είναι στενά συνδεδεμένα με την μέθοδο της οικονομικής προστιθέμενης αξίας (EVA), σύμφωνα με τις αναλύσεις και τις δημοσιεύσεις της διεθνούς βιβλιογραφίας.

⇒ *Δυνατά σημεία*

- Η μέθοδος EVA υπολογίζει την αξία η οποία δημιουργείται από την επιχείρηση σε ένα προκαθορισμένο χρονικό διάστημα και είναι άρρηκτα συνδεδεμένη με τις διοικητικές

αποφάσεις που σχετίζονται με την βελτιστοποίηση και εν γένει καλύτερο χειρισμό του κεφαλαίου κινήσεως (Working Capital), μέγιστη απόδοση των συντελεστών παραγωγής και κατά συνέπεια την οποιαδήποτε διόρθωση στην ανακατανομή των συντελεστών εκείνων που δεν εμφανίζουν υψηλή απόδοση. (Damodaran, 2012)

- Το κόστος κεφαλαίου είναι μία από τις σημαντικότερες πτυχές που αντικατοπτρίζει η EVA. Όταν χρησιμοποιούνται παραδοσιακοί δείκτες, οι περισσότερες εταιρείες εμφανίζονται κερδοφόρες, ακόμη και αν στην πραγματικότητα δεν είναι. Με την EVA το σφάλμα αυτό διορθώνεται, αναγνωρίζοντας ρητά ότι όταν οι εταιρείες χρησιμοποιούν το κεφάλαιο, αυτό θα πρέπει και να αποπληρωθεί. Λαμβάνοντας υπόψη το κόστος των ιδίων κεφαλαίων, η EVA υποδεικνύει το κέρδος που πραγματοποιήθηκε ή όχι σε κάθε περίοδο αναφοράς. (Vasilescu, 2011)
- Η EVA παρέχει μια κοινή γλώσσα τόσο για τα διευθυντικά στελέχη όσο και για τους εργαζομένους και επιτρέπει τη μοντελοποίηση, την παρακολούθηση και την επικοινωνία των διοικητικών αποφάσεων για την επίτευξη του στόχου της δημιουργίας προστιθέμενης αξίας για τους μετόχους. (Dierks & Patel, 1997)

⇒ *Αδύνατα σημεία*

- Ορισμένες εταιρείες που βρίσκονται σε φάση ανάπτυξης πραγματοποιούν περισσότερες επενδύσεις και μπορούν να καταγράψουν αρνητικές τιμές της EVA σε βραχυπρόθεσμη βάση, ακόμη και αν το ποσοστό απόδοσης είναι υψηλότερο. Για το λόγο αυτό η EVA επικρίνεται ως εργαλείο μέτρησης της βραχυπρόθεσμης απόδοσης. Πράγματι, η μείωση του επιπέδου των επενδύσεων μπορεί να αυξήσει την EVA βραχυπρόθεσμα. Ως εκ τούτου, ορισμένες εταιρείες που έχουν πραγματοποιήσει μακροπρόθεσμες επενδύσεις κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η EVA δεν είναι κατάλληλος δείκτης για να αντικατοπτρίζει την απόδοσή τους. (Vasilescu, 2011)
- Υποδεικνύεται πώς ο πληθωρισμός στρεβλώνει την EVA και δείχνει ότι δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί σε περιόδους πληθωρισμού για την εκτίμηση της πραγματικής κερδοφορίας. Η κριτική αυτή ισχύει εξίσου για κάθε λογιστικό μέτρο που δεν προσαρμόζεται για τον πληθωρισμό. (De Villiers, 1997)
- Εξαιτίας του γεγονότος ότι η EVA βασίζεται κυρίως σε λογιστικά αλλά και χρηματοοικονομικά στοιχεία την καθιστά επισφαλή διότι, δυνητικά, τα στοιχεία που την αποτελούν μπορούν να χειραγωγηθούν με εικονικά σε ένα βαθμό αποτελέσματα.

Εν κατακλείδι, η μέθοδος της οικονομικής προστιθέμενης αξίας (EVA) χρησιμοποιείται πλέον από μεγάλο αριθμό εταιρειών, οι οποίες την έχουν υιοθετήσει για να διαδώσουν μια μεγαλύτερη κουλτούρα και ευαισθητοποίηση στη διαχείριση της αξίας, με τα οφέλη να υπερβαίνουν το κόστος. Η συνεχής χρήση μετρήσεων για την παρακολούθηση των επιδόσεων αποτελεί αντικειμενικό και ιδιαίτερα αποτελεσματικό μέσο στρατηγικής διαχείρισης των εταιρειών, παροχής κινήτρων για τη διοίκηση και αποτελεσματικότερης λειτουργίας του διοικητικού συμβουλίου. (Ferrara, 2010)

Ωστόσο, είναι απαραίτητο να επισημανθεί ότι η προσέγγιση βάση της μεθόδου της οικονομικής προστιθέμενης αξίας (EVA) αφενός είναι σήμερα από τις καλύτερες μεθόδους μέτρησης της αξίας σε μια δεδομένη περίοδο, αφετέρου, δεν προσφέρεται αποτελεσματικά ως μέτρο της μελλοντικής αξίας, δηλαδή δεν επιτρέπει την ποσοτικοποίηση της αξίας που θα παράγει η επιχείρηση με την πάροδο του χρόνου. Στην περίπτωση αυτή, η δημιουργία αξίας εξαρτάται από την ικανότητα της εταιρείας να παράγει μελλοντικές ταμειακές ροές (Ελεύθερες Ταμειακές Ροές) οι οποίες, προεξοφλημένες με επιτόκιο ίσο με το κόστος κεφαλαίου, εξακολουθούν να προσφέρουν μια λογική απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου. Συνεπώς, διαφαίνεται από το επαγγελματίες πως η μέθοδος που εφαρμόζεται ευρέως ιδιαίτερα στις *συναλλαγές Σ&Ε* και παραμένει σημείο αναφοράς για τους αναλυτές και τον επιχειρηματικό κόσμο είναι εκείνη της προεξόφλησης των μελλοντικών ταμειακών ροών. (Ferrara, 2010)

3.5 Προσέγγιση με βάση τη συγκριτική ανάλυση (Multiples)

Όπως αναφέρθηκε και σε προηγούμενη ενότητα, η συγκριτική προσέγγιση της αποτίμησης των επιχειρήσεων, σε αντίθεση με την εσωτερική προσέγγιση, βασίζεται στην ιδέα ότι η αξία της επιχείρησης δεν εξαρτάται μόνο από τις παραμέτρους της λειτουργικής και οικονομικής αποδοτικότητας εντός της επιχείρησης, αλλά και από την κρίση που εκφράζουν οι διάφοροι παράγοντες της αγοράς. Ιδιαίτερα στο πλαίσιο των Σ&Ε, η συγκριτική προσέγγιση παρέχει δύο βασικά πλεονεκτήματα. Από πρακτικής άποψης, παρέχει έναν βολικό και γρήγορο τρόπο έκφρασης της αξίας μιας εταιρείας χωρίς να λαμβάνεται υπόψη το μέγεθός της. Αυτό είναι χρήσιμο τόσο επειδή είναι αναλυτικά πολύ απλούστερο και πιο διαισθητικό από την DCF, όσο και επειδή επιτρέπει τη σύγκριση μεταξύ εταιρειών διαφορετικού μεγέθους. Επιπλέον, από τη σκοπιά της συναλλαγής, η συγκριτική μέθοδος αποτελεί σημαντική ανατροφοδότηση για την εσωτερική αποτίμηση,

καθώς μετρά την επιθυμία των επενδυτών για μια εταιρεία ή έναν τομέα σε μια δεδομένη ιστορική στιγμή της αγοράς. (Dallochio, Lucchini, Pirrone and Schot, 2021). Επίσης, ο Damodaran (2014) συμπληρωματικά αναφέρει πως παρόλο που η προσέγγιση των προεξοφλημένων ταμειακών ροών (DCF) είναι αυτή που λαμβάνεται ευρύτερα υπόψη τόσο σε ακαδημαϊκό όσο και σε εκπαιδευτικό επίπεδο, σε επιχειρησιακό επίπεδο, τα περισσότερα περιουσιακά στοιχεία αποτιμώνται μέσω μεθόδων σχετικής-συγκριτικής αποτίμησης, σύμφωνα με τις οποίες η αξία ενός περιουσιακού στοιχείου εκτιμάται με βάση τις τρέχουσες τιμές που αποδίδει η αγορά σε παρόμοια περιουσιακά στοιχεία.

Σύμφωνα με τον Ferrara (2010), η χρήση αυτής της μεθοδολογίας δεν οδηγεί σε αποτίμηση του οικονομικού κεφαλαίου της εταιρείας, αλλά μάλλον στις πιθανές τιμές που μπορούν να αποτελέσουν αντικείμενο διαπραγμάτευσης για μια δεδομένη εταιρεία σε σχέση με ένα δείγμα συγκρίσιμων εισηγμένων ή μη εισηγμένων εταιρειών, για τις οποίες παρατηρούνται ορισμένες αναλογίες μεταξύ των οικονομικών μεγεθών, από τις οποίες προκύπτουν πολλαπλασιαστές που στη συνέχεια εφαρμόζονται στα ίδια οικονομικά μεγέθη της υπό αποτίμηση εταιρείας, καταλήγοντας έτσι στην επιδιωκόμενη αξία. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι αφού καθοριστεί το δείγμα των εταιρειών που θεωρούνται συγκρίσιμες με την υπό αποτίμηση εταιρεία, υπολογίζεται ο πολλαπλασιαστής για καθεμία από αυτές και στη συνέχεια προσδιορίζεται ένας μέσος δειγματικός πολλαπλασιαστής που εφαρμόζεται ως πολλαπλασιαστής στις ίδιες οικονομικές μεταβλητές της αποτιμώμενης εταιρείας.

Σε γενικές γραμμές, οι πολλαπλασιαστές εκφράζονται σχεδόν πάντα με τον λόγο μεταξύ μιας τιμής και ενός μέτρου απόδοσης που επιτυγχάνει μια εταιρεία κατά τη διάρκεια μιας δεδομένης περιόδου.

3.5.1 Η αυξανόμενη σημασία και διάδοση της μεθόδου

Η χρήση των πολλαπλασιαστών στην αποτίμηση στην αποτίμηση (συγκρίσιμη αποτίμηση) έχει διαδοθεί ευρέως τις τελευταίες δεκαετίες παράλληλα με την ανάπτυξη των χρηματοπιστωτικών αγορών και των συναλλαγών μεταξύ των επιχειρήσεων.

Στην ανάπτυξη αυτή συνέβαλαν διάφοροι παράγοντες, μεταξύ των οποίων οι ακόλουθοι:

1. *Η μεγάλη ανάπτυξη των συγχωνεύσεων και εξαγορών, η οποία έχει δημιουργήσει έναν τεράστιο όγκο τιμών αναφοράς, ακόμη και για μη εισηγμένες εταιρείες. (Guatri & Bini, 2009)*
2. *Η ανάπτυξη των δραστηριοτήτων από εταιρείες ιδιωτικών κεφαλαίων και επενδύσεων (Private Equity, Venture Capital κ.α), οι οποίες πραγματοποιούνται από μεσάζοντες που παραδοσιακά πωλούν τις συμμετοχές τους στην αγορά ή το χρηματιστήριο. (Guatri & Bini, 2009)*
3. *Η χρήση πολλαπλασιαστών απαιτεί λιγότερο χρόνο και πόρους από την αποτίμηση με βάση τις προεξοφλημένες ταμειακές ροές. Η DCF απαιτεί σημαντικά περισσότερες υποθέσεις από τη συγκριτική αποτίμηση. Για τους αναλυτές που αντιμετωπίζουν χρονικούς περιορισμούς και έλλειψη πληροφοριών, η συγκριτική αποτίμηση προσφέρει μια εναλλακτική λύση που απαιτεί λιγότερη προσπάθεια. (Damodaran, 2014)*
4. *Είναι εύκολα υπερασπίσιμη. Οι αναλυτές καλούνται συχνά να υπερασπιστούν την ορθότητα των αποτιμήσεών τους σε προϊσταμένους, συναδέλφους και πελάτες. Οι αποτιμήσεις που γίνονται με προεξοφλημένες ταμειακές ροές, με τις μακροχρόνιες ρητές παραδοχές τους, είναι πολύ πιο δύσκολο να υπερασπιστούν από τις συγκριτικές αποτιμήσεις, όπου η αξία που χρησιμοποιείται ως πολλαπλάσιο συχνά αναφέρεται στην αγοραία αξία για παρόμοια περιουσιακά στοιχεία. Επομένως, μπορεί να θεωρηθεί ότι το βάρος της ευθύνης στη συγκριτική αποτίμηση βαραίνει τις χρηματοπιστωτικές αγορές. (Damodaran, 2014)*
5. *Η συγκριτική αποτίμηση είναι πολύ πιο κατάλληλη για να αντικατοπτρίζει άρρηκτα τις τάσεις της αγοράς, καθώς ο στόχος της είναι να εκτιμήσει μια σχετική αξία και όχι μια εσωτερική αξία. Για παράδειγμα, σε ένα περιβάλλον αγοράς όπου οι τιμές των μετοχών των επιχειρήσεων του διαδικτύου εκτοξεύονται στα ύψη, η συγκριτική αποτίμηση των μετοχών τους είναι πιθανό να οδηγήσει σε πολύ υψηλότερη εκτίμηση της αξίας από ό,τι μια εκτίμηση που βασίζεται στις προεξοφλημένες ταμειακές ροές. (Damodaran, 2014)*

3.5.2 Βασική μεθοδολογία και εφαρμογή

Η αποτίμηση βασισμένη στους πολλαπλασιαστές της αγοράς, στην πραγματικότητα, συνίσταται στην επιλογή μιας ομάδας εταιρειών συγκρίσιμων με την αποτιμώμενη επιχείρηση και στη συγκριτική αξιολόγησή τους με βάση διάφορα οικονομικά και λειτουργικά μεγέθη. Πιο συγκεκριμένα, υπολογίζονται πολλαπλασιαστές της αγοράς για το σύνολο των συγκρίσιμων εταιρειών και εφαρμόζονται στα αντίστοιχα μεγέθη της υπό αποτίμηση επιχείρησης, ούτως ώστε να εξαχθεί ένα κατάλληλο εύρος αποτίμησης. Αν και υπάρχουν πολλές διαφορετικές μετρήσεις που μπορούν να χρησιμοποιηθούν ανάλογα με τον κλάδο και το είδος της ανάλυσης για την οποία χρησιμοποιούνται, η συγκεκριμένη έννοια θα επικεντρωθεί στους πιο συνηθισμένους πολλαπλασιαστές και τις σχετικές πρακτικές στο επαγγελματικό περιβάλλον. Συνοπτικά, η αποτίμηση με τη χρήση πολλαπλασιαστών της αγοράς αποτελείται από τρία βασικά βήματα, τα οποία παρουσιάζονται παρακάτω.

1) Επιλογή του κατάλληλου δείγματος συγκρίσιμων εταιρειών

Η επιλογή μιας ομάδας εταιρειών συγκρίσιμων με την αποτιμώμενη επιχείρηση είναι η κύρια προϋπόθεση για μια αξιόπιστη και τεκμηριωμένη αποτίμηση των πολλαπλασιαστών. Αν και σε ορισμένους τομείς η διαδικασία αυτή είναι διαισθητική, σε άλλους η απόφαση μπορεί να είναι λιγότερο προφανής, καθώς είναι δύσκολο να καθοριστεί ποιες εταιρείες είναι πραγματικά συγκρίσιμες. Δεν υπάρχει συγκεκριμένος αριθμός συγκρίσιμων εταιρειών που πρέπει να προσδιοριστούν για την επιτυχημένη εφαρμογή της μεθοδολογίας, ούτε αυστηρό κριτήριο για την επιλογή του δείγματος, καθώς υπάρχουν περιπτώσεις στις οποίες επικρατεί οριακή κατάσταση όπου η συγκρίσιμη εταιρεία προσδιορίζεται δύσκολα όντας μοναδική στο είδος της και περιπτώσεις όπου η συστάδα μπορεί να είναι τεράστια. (Ferrara, 2010)

Πρώτα απ' όλα, λοιπόν, είναι απαραίτητο να υπάρχει μια γενική κατανόηση του επιχειρηματικού μοντέλου, με βάση ποικίλες οπτικές ξεκινώντας από τις λειτουργικές (όπως ο τομέας στον οποίο δραστηριοποιείται, τα προϊόντα ή/και οι υπηρεσίες που προσφέρει, οι πελάτες, η τελική αγορά στην οποία στοχεύει, τα κανάλια διανομής και η γεωγραφική της παρουσία) και χρηματοοικονομικές (όπως το μέγεθός της, τα περιθώρια κερδοφορίας, το προφίλ ανάπτυξης, η απόδοση των επενδύσεων και η πιστοληπτική της ικανότητα). Αν και η λίστα των χαρακτηριστικών αυτών δεν πρέπει να εφαρμόζεται σε

εξαντλητικό βαθμό, τα χαρακτηριστικά αυτά είναι ικανά να διαμορφώσουν ένα αρκετά ακριβές προφίλ της επιχείρησης και να παράσχουν ένα σκεπτικό για την επιλογή ή τον αποκλεισμό ορισμένων οντοτήτων από το ατελείωτο σύμπαν των δυνητικά συγκρίσιμων στοιχείων. (Dallocchio, Lucchini, Pirrone and Schot, 2021)

2) Εξαγωγή των οικονομικών στοιχείων και υπολογισμός των πολλαπλασιαστών

Αφού επιλεγεί το σύνολο των συγκρίσιμων επιχειρήσεων και εξασφαλιστούν οι απαραίτητες πηγές δεδομένων (π.χ οικονομικές καταστάσεις κ.α), υπολογίζονται τα δύο θεμελιώδη μεγέθη στα οποία βασίζονται οι πολλαπλασιαστές, την αξία της καθαρής θέσης και την αξία της επιχείρησης.

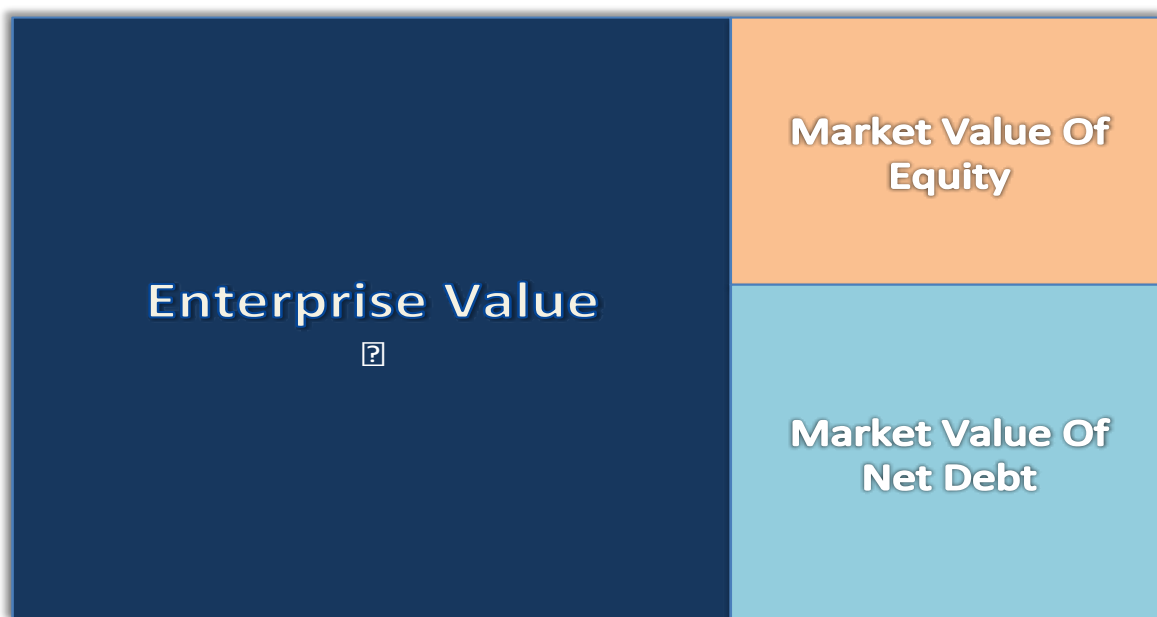
Σε αντίθεση με τις εσωτερικές μεθόδους, στη συγκριτική προσέγγιση το βήμα αυτό γίνεται ξεκινώντας από τον υπολογισμό της κεφαλαιοποίησης της επιχείρησης στο χρηματιστήριο και στη συνέχεια καταλήγοντας στην αξία της επιχείρησης.

Υπολογίζεται σύμφωνα με τον τύπο:

$$\text{Κεφαλαιοποίηση Αγοράς} = \text{Τιμή των μετοχών} \times \text{Σύνολο των μετοχών}$$

Εν συνεχεία ακολουθεί ο τύπος της εταιρικής αξίας (EV):

$$\text{Αξία της Επιχείρησης (EV)} = \text{Κεφαλαιοποίηση αγοράς} + \text{Καθαρό χρέος}$$



Πίνακας 5: Υπολογισμός αξίας της επιχείρησης (Enterprise Value)

Αφού υπολογιστεί η αξία κεφαλαιοποίησης και προκύψει και η αξία της επιχείρησης από αυτήν, πραγματοποιείται ο υπολογισμός των πολλαπλασιαστών. Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, η ποικιλία των πολλαπλασιαστών που χρησιμοποιούνται στις επιχειρήσεις είναι μεγάλη. Ωστόσο, οι πιο συνηθισμένοι χρησιμοποιούν ένα μέτρο της αξίας της εταιρείας στον αριθμητή (αξία επιχείρησης ή αξία ιδίων κεφαλαίων) και ένα μέτρο των χρηματοοικονομικών επιδόσεων στον παρονομαστή (όπως το EBITDA ή το καθαρό κέρδος). Είναι σημαντικό να λαμβάνεται υπόψη ότι σε κάθε περίπτωση, οι πολλαπλασιαστές που βασίζονται στην αξία επιχείρησης πρέπει να έχουν στοιχεία στον παρονομαστή που αντιπροσωπεύουν την απόδοση τόσο των ιδίων κεφαλαίων όσο και των δανειακών επενδύσεων, δηλαδή πριν από την πληρωμή των χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων στην κατάσταση αποτελεσμάτων. Ομοίως, οι πολλαπλασιαστές που βασίζονται στην αξία των μετοχών πρέπει να έχουν στοιχεία στον παρονομαστή που αντιπροσωπεύουν ροή προς τους επενδυτές που επενδύουν μόνο σε μετοχές. Ως εκ τούτου, θα αναφερθούν οι πολλαπλασιαστές που χρησιμοποιούνται συχνότερα στο πλαίσιο των Σ&Ε: (Dallocchio, Lucchini, Pirrone and Schot, 2021)

❖ P/E, ή τιμή προς κέρδη

Ο δείκτης τιμής προς κέρδη ή αλλιώς πολλαπλασιαστής κερδών, υπολογίζεται λαμβάνοντας την τιμή ανά μετοχή και διαιρώντας την με τα καθαρά κέρδη ανά μετοχή, πρόκειται για μέτρο βασισμένο στην κεφαλαιοποίηση της επιχείρησης. Ουσιαστικά, εκφράζει την τιμή που οι επενδυτές είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν για ένα ευρώ τρεχόντων ή μελλοντικών κερδών.

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Stock Price per Share}}{\text{Earnings per Share}}$$

Επίσης, δύναται να υπολογιστεί και από τον ακόλουθο τύπο:

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Market Capitalization}}{\text{Total Net Earnings}}$$

Όπου,

Market Capitalization = Τιμή των μετοχών × Μετοχές σε κυκλοφορία

Total Net Earnings = Συνολικό καθαρό κέρδος (μετά την απόδοση μερισμάτων)

Είναι ιδιαίτερα σημαντικός για εταιρείες που έχουν δείξει την ικανότητα να αυξάνουν τα κέρδη τους με σταθερό ρυθμό με την πάροδο του χρόνου, ωστόσο, έχει μικρή σημασία στην περίπτωση εταιρειών με μέτρια ή ακόμη και αρνητικά κέρδη, καθώς, όπως μπορεί να φανεί σε αυτές τις περιπτώσεις, ένας παρονομαστής κοντά, ίσος ή μικρότερος του μηδενός προβάλλει μια μη ρεαλιστική τιμή πολλαπλασιασίου. Επιπλέον, ως μέτρο σύγκρισης που προσφέρει μια προοπτική από την πλευρά των ιδίων κεφαλαίων, δεν είναι πολύ αποτελεσματικό όταν συγκρίνονται εταιρείες με πολύ διαφορετικά επίπεδα χρέους.

❖ Enterprise Value to EBITDA (EV/EBITDA)

Ο συγκεκριμένος πολλαπλασιαστής είναι μακράν ο πιο ευέλικτος που χρησιμοποιείται στους περισσότερους κλάδους, καθώς δεν είναι μόνο ανεξάρτητος από την κεφαλαιακή διάρθρωση και το φορολογικό προφίλ της εταιρείας, όπως άλλοι πολλαπλασιαστές που βασίζονται στην αξία της επιχείρησης, αλλά χρησιμοποιεί επίσης ένα μέτρο κερδοφορίας που αποκλείει πιθανές στρεβλώσεις στην αξία των τρεχουσών ή μελλοντικών αποσβέσεων.

$$\frac{EV \text{ (Κεφαλαιοποίηση αγοράς + Καθαρό χρέος)}}{EBITDA \text{ (Κέρδη προ τόκων, φόρων, αποσβέσεων & απομειώσεων)}}$$

Εάν, για παράδειγμα, μια από τις συγκρίσιμες εταιρείες έχει πραγματοποιήσει πρόσφατα σημαντικές επενδύσεις σε κεφαλαιουχικές δαπάνες (Capex), θα έχει υψηλότερη τιμή απόσβεσης από μια παρόμοια εταιρεία που έχει αναβάλει τις επενδύσεις αυτές. Ομοίως, ο πολλαπλασιαστής αυτός δεν επηρεάζεται από τις διαφορετικές φορολογικές πολιτικές στην περίπτωση μιας ομάδας συγκρίσιμων εταιρειών σε διεθνές επίπεδο.

❖ Enterprise Value to Sales (EV/Sales)

Μολονότι πρόκειται για έναν πολλαπλασιαστή ο οποίος είναι λιγότερο ακριβής σε σχέση με τους προηγούμενους και λιγότερο δημοφιλής – ιδιαίτερα στους επενδυτές – καθώς δεν βασίζεται στην κερδοφορία, δύναται να αποτελέσει ένα χρήσιμο μέτρο για εταιρείες που έχουν αρνητικές τιμές σε ότι αφορά τα κέρδη τους, επομένως ζημιές.

$$\frac{EV \text{ (Κεφαλαιοποίηση αγοράς + Καθαρό χρέος)}}{Sales \text{ (Πωλήσεις)}}$$

❖ Πολλαπλασιαστές στοχευμένοι στην κλαδική δραστηριότητα

Εξαιτίας της συνεχούς εξέλιξης σε τομείς όπως η τεχνολογία και η τάση ανάλυσης συγκεκριμένων κλάδων από την οπτική ποικίλων παραμέτρων, αναδείχθηκε η ανάγκη δημιουργίας πολλαπλασιαστών που θα αποτυπώνουν εξειδικευμένα πεδία της δραστηριότητας των επιχειρήσεων σε έναν συγκεκριμένο κλάδο. Ως επί το πλείστον, σκοπό έχουν τη σύνδεση των ειδικών και ουσιωδών χαρακτηριστικών του κλάδου με βασικά οικονομικά αποτελέσματα των επιχειρήσεων. Για παράδειγμα, σε μία εταιρεία στον κλάδο των τηλεπικοινωνιών η αξία θα συσχετιζόταν άμεσα σχετίζεται άμεσα με τον αριθμό των γραμμών πρόσβασης, χιλιόμετρα οπτικών ινών και του πληθυσμού, ή σε μια επιχείρηση εστίασης με τον αριθμό εστιατορίων και τα ενοίκια. (Damodaran, 2002).

3.5.3 Μεθοδολογία πολλαπλασιαστών προηγούμενων συναλλαγών Σ&Ε

Μια δεύτερη μέθοδος, εναλλακτική της μεθόδου των συγκρίσιμων εταιρειών, είναι ο προσδιορισμός της αξίας της αποτιμώμενης εταιρείας μέσω της ανάλυσης συγκρίσιμων συναλλαγών (Σ&Ε).

Η μέθοδος αυτή, γνωστή και ως μέθοδος των *άμεσων στοιχείων της αγοράς*, καθιερώθηκε με την πάροδο του χρόνου λόγω της αυξανόμενης διαθεσιμότητας των συναφών πληροφοριών, οι οποίες συλλέγονται σε κατάλληλες βάσεις δεδομένων. Η κύρια διαφορά με την προηγούμενη προσέγγιση είναι η φύση των τιμών που χρησιμοποιούνται για τον προσδιορισμό των πολλαπλασιαστών, οι οποίοι στην προκειμένη περίπτωση εκφράζουν διαπραγματευτικές αξίες. Στην πραγματικότητα, οι τιμές που αναφέρονται είναι αυτές που μπορούν να βρεθούν σε διαπραγματεύσεις για πλειοψηφικές ή ειδικές μειοψηφικές συμμετοχές στο κεφάλαιο και όχι οι αγοραίες τιμές της μεμονωμένης μετοχής. (Dallochio, Lucchini, Pirrone and Schot, 2021)

Η μεθοδολογική προσέγγιση και οι πολλαπλασιαστές που μπορούν να υπολογιστούν είναι οι ίδιοι με εκείνους που χρησιμοποιούνται στην περίπτωση των συγκρίσιμων εταιρειών, ωστόσο, είναι σημαντικό να λαμβάνεται υπόψη ένας αριθμός παραγόντων που μπορεί να έχουν σημασία, όπως οι τρέχουσες συνθήκες της αγοράς, ο τύπος αγοραστή και λογική της συμφωνίας, η διαδικασία πώλησης, το αντίτιμο αγοράς και η σύστασή του. (Ferrara, 2010)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

Χρηματοοικονομική Ανάλυση της Εταιρείας Walmart Inc.

4.1 Σύντομη παρουσίαση της εταιρείας

Η Walmart είναι μια εταιρεία λιανικής πώλησης με έδρα τις ΗΠΑ που ειδικεύεται στα είδη παντοπωλείου και στα γενικά εμπορεύματα. Η εταιρεία λειτουργεί διάφορες μορφές καταστημάτων, όπως τα μεγάλα Super-Markets αλλά και μικρότερα καταστήματα. Επίσης, η εταιρεία διαθέτει διάφορα τμήματα, όπως υπηρεσίες οπτικών, φαρμακεία και φάρμακα χωρίς συνταγή. Ακόμα, τα τελευταία χρόνια έχει εξελίξει την αμεσότητά της με το κοινό με διαδικτυακές πλατφόρμες προκειμένου να εξυπηρετήσει με τον καλύτερο τρόπο τους καταναλωτές της, συνδυάζοντας έτσι ένα μοντέλο τόσο φυσικού όσο και διαδικτυακού λιανοπωλητή.

Η Walmart δραστηριοποιείται στις ΗΠΑ υπό τις επωνυμίες Sam's Club και Walmart U.S., ενώ τις διεθνείς δραστηριότητές της διαχειρίζεται η Walmart International. Η αποστολή της εταιρείας είναι να προσφέρει έναν καλύτερο τρόπο ζωής παρέχοντας χαμηλές τιμές σε μια ποικιλία προϊόντων σε 24 διαφορετικές χώρες.

4.1.1 Ιστορική αναδρομή

Ο Σαμ Γουόλτον, ο ιδρυτής της Walmart, ξεκίνησε την εταιρεία το 1962, αφού μελέτησε τον κλάδο του λιανικού εμπορίου για αρκετά χρόνια. Ως αποτέλεσμα αυτής της παρατήρησης, διέκρινε την ευκαιρία να δημιουργήσει ένα εκπρωτικό κατάστημα στον κλάδο του λιανεμπορίου, το οποίο εκείνη την εποχή ήταν ακόμη μια μη δοκιμασμένη έννοια χωρίς καμία εγγύηση ως προς την επιτυχία της, σε αντίθεση με τη σημερινή εποχή που η απήχηση καταστημάτων και επιχειρήσεων με αυτό το μοντέλο είναι τεράστια.

Οι αρχές των χαμηλών τιμών και του καθημερινού χαμηλού κόστους τέθηκαν από τον ίδιο την δεκαετία του 60' και εφαρμόστηκαν άμεσα. Εκείνη την εποχή, πολλοί ανταγωνιστές αρνήθηκαν να εισέλθουν σε μικρές πόλεις και αγορές, γεγονός που επέτρεψε στη Walmart να επεκτείνει τις δραστηριότητές της (αρχικά εξ ανάγκης) και να δημιουργήσει ευκαιρίες,

παρέχοντας καλά εμπορεύματα σε χαμηλές τιμές τα οποία κατάφεραν να κερδίσουν την αφοσίωση των πελατών τους.

Το 1967 η οικογένεια Walton κατείχε περίπου 24 καταστήματα με ετήσιες πωλήσεις 12,7 εκατομμυρίων δολαρίων ενώ το 1970 η Walmart εισήχθη στο χρηματιστήριο. Από το 1970 έως το 1980, η Walmart εξελίσσεται σε μια επιχείρηση δισεκατομμυρίων, με 276 καταστήματα και ετήσια έσοδα άνω του 1,2 δισεκατομμυρίων δολαρίων, ο ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης (CAGR) κατά μέσο όρο είναι ίσος με 44,14% για την περίοδο αυτή, ενώ τα κέρδη ήταν περίπου 41 εκατομμύρια δολάρια. Στη δεκαετία του '80 η εταιρεία παρουσίασε το Sam's Club και το πρώτο Walmart υπερκατάστημα.

Τη δεκαετία του '90 η Walmart επέκτεινε τις δραστηριότητές της εξαγοράζοντας διάφορες εταιρείες και πραγματοποιώντας κοινοπραξίες εκτός των Η.Π.Α όπως στο Μεξικό, Καναδά, Κίνα, αλλά και στην Ευρώπη εισερχόμενη στο Ηνωμένο Βασίλειο. Τα τελευταία 20 περίπου χρόνια, ο βασικός στόχος της εταιρείας είναι να δημιουργήσει μια καλύτερη εμπειρία αγορών για τους πελάτες της, εκμεταλλευόμενη το τεράστιο δίκτυο καταστημάτων της και παράλληλα επενδύοντας στον τεχνολογία και τις ψηφιακές πλατφόρμες, με σκοπό την καλύτερη διαμόρφωση του λιανεμπορίου του μέλλοντος. (Walmart 10k, 2017)

Το οικονομικό έτος 2021, η εταιρεία κατέγραψε έσοδα άνω του μισού τρισεκατομμυρίου δολαρίων, με περίπου 10.500 καταστήματα και 2,2 εκατομμύρια συνεργάτες παγκοσμίως, κατέχοντας την πρώτη θέση στον κατάλογο με τις μεγαλύτερες εταιρείες βάσει των εσόδων τους.

4.2 Γενική επισκόπηση του μακροοικονομικού περιβάλλοντος

Σύμφωνα με τις πληροφορίες και την γενική σκιαγράφηση της εταιρείας που έγινε στην προηγούμενη ενότητα, γίνεται ευρέως αντιληπτό το γεγονός ότι η Walmart αποτελεί έναν οργανισμό με άμεση και αλλά και έμμεση παρουσία σε ένα εκτεταμένο κομμάτι της παγκόσμιας οικονομίας. Το γεγονός αυτό δημιουργεί μία δυσκολία στο να προσδιοριστεί και να υιοθετηθεί μια συνολική εικόνα ενός μακροοικονομικού περιβάλλοντος εξαιτίας της συνθετότητας των διάφορων παραμέτρων που θα είχε ως επακόλουθο η ανάλυση σε παγκόσμιο επίπεδο. Συνεπώς, η παρακάτω επισκόπηση τόσο του μακροοικονομικού όσο και του μικροοικονομικού περιβάλλοντος αφορά κυρίως το περιβάλλον των Ηνωμένων Πολιτειών, οι οποίες αποτελούν και τον πυρήνα των δραστηριοτήτων της εταιρείας.

4.2.1 PESTEL Analysis

- **Πολιτικοί Παράγοντες**

Η σημασία των πολιτικών παραγόντων όπως η σταθερότητα, ο κίνδυνος στρατιωτικής εισβολής, οι συντελεστές φορολογίας, οι κανονισμοί τιμολόγησης, παροχών εργασίας και βιομηχανικής ασφάλειας στον τομέα των υπηρεσιών είναι υψηλής σημασίας για την είσοδο του οργανισμού σε μία νέα αγορά – χώρα με την Walmart να αντιμετωπίζει τον κίνδυνο πολιτικής αστάθειας, κυρίως εκτός των ΗΠΑ, όπως επίσης και πολυάριθμων άλλων ομοσπονδιακών, πολιτειακών και τοπικών ρυθμιστικών κανονισμών ενός του εγχώριου περιβάλλοντος στις Ηνωμένες Πολιτείες. Πιο συγκεκριμένα:

Επιβολή δασμών. Οι δασμοί και οι κυβερνητικοί κανονισμοί που επηρεάζουν το εμπόριο μεταξύ των ΗΠΑ και άλλων χωρών από τις οποίες η εταιρεία προμηθεύεται προϊόντα, μπορεί να επηρεάσουν αρνητικά τις οικονομικές επιδόσεις. Αρκετά μεγάλο ποσοστό των συνολικών εμπορευμάτων που εμπορεύεται στα καταστήματά της η Walmart κατασκευάζεται σε άλλες χώρες. Οποσδήποτε, περαιτέρω επιβολή δασμών, θα μπορούσε να αυξήσει το κόστος των εμπορευμάτων και να οδηγήσει σε αυξήσεις τιμών που επηρεάζουν σημαντικά την απόδοση των πωλήσεων. Επιπλέον, η εταιρεία υπόκειται σε φόρους εισοδήματος και άλλους φόρους τόσο στις ΗΠΑ όσο και σε άλλες χώρες στις οποίες δραστηριοποιείται, με αρκετά μεγάλη έκθεση σε μελλοντική φορολογική νομοθεσία η οποία μπορεί να επηρεάσει τις μελλοντικές φορολογικές προβλέψεις.

Εμπορικές Συμφωνίες (NAFTA). Ένα σημαντικό πολιτικό γεγονός είναι η συμφωνία ελεύθερου εμπορίου μεταξύ του Μεξικού, Η.Π.Α και Καναδά η οποία αφορά τη μείωση των φόρων στα εμπορεύσιμα προϊόντα μεταξύ των μελών της. Αυτό έχει ως συνέπεια την αύξηση της ζήτησης προϊόντων και την εισαγωγή τους στο Μεξικό από τις Η.Π.Α αλλά και την ενθάρρυνση της «εμπορικής» μετανάστευσης φυσικών και νομικών προσώπων από το Μεξικό στις Η.Π.Α.

- **Οικονομικές Συνθήκες**

Οι μακροοικονομικοί περιβαλλοντικοί παράγοντες όπως τα επιτόκια αποταμίευσης, συναλλαγματική ισοτιμία, ο οικονομικός κύκλος καθορίζουν την συνολική ζήτηση και επενδύσεις σε μία οικονομία.

Ηλεκτρονικό εμπόριο. Με την πανταχού παρούσα παρουσία των κινητών συσκευών και του γρήγορου διαδικτύου, και σύμφωνα με τη γενική στροφή προς μια οικονομία "κατά παραγγελία", το τοπίο του λιανικού εμπορίου συνεχίζει να αλλάζει με την ταχέως αναπτυσσόμενη προτίμηση των καταναλωτών προς το διαδικτυακό κανάλι. Στο γεγονός αυτό, συμβάλλουν τα μέγιστα και οι φυσικοί περιορισμοί που επέφερε η πανδημία COVID-19, που έπειτα από τις πρώτες διαταραχές της εφοδιαστικής αλυσίδας και τις αυξημένες τιμές των εμπορικών αποστολών, η εξομάλυνση δημιούργησε την ανάγκη στις επιχειρήσεις να εκσυγχρονιστούν και, σε συνδυασμό με τη δημιουργική χρήση των social media, πλέον, ελάχιστες επιχειρήσεις του λιανικού εμπορίου να μπορούν να παραμένουν «offline». (Beckers, Weekx, Beutels & Verhetsel, 2021)

Οικονομική θέση καταναλωτών. Το 2021 η οικονομική κατάσταση των καταναλωτών σημείωσε πρόοδο, καθώς οι πρωτοφανείς άμεσες κυβερνητικές παρεμβάσεις στην αγορά εργασίας επέτρεψε τα ποσοστά απασχόλησης και τα ποσοστά ανεργίας να ανακάμψουν γρήγορα από την τεράστια ύφεση του 2020. Από την άλλη πλευρά, υπάρχουν σαφείς πτωτικές κινήσεις στις προσδοκίες των καταναλωτών τους τελευταίους έξι μήνες, οι οποίες υποδεικνύουν ότι η οικονομία στις Ηνωμένες Πολιτείες εισέρχεται σε ύφεση παρόλο που τα στοιχεία για την απασχόληση και την αύξηση των μισθών υποδηλώνουν το αντίθετο. (Blanchflower & Bryson, 2021)

Επέκταση σε νέες αγορές. Επιχειρήσεις του λιανικού εμπορίου σαν την Walmart επιτυγχάνουν τη διεθνοποίησή τους μέσω ενός συνδυασμού πράσινων επενδύσεων, συγχωνεύσεων, εξαγορών τοπικών επιχειρήσεων και κοινοπραξιών. Αυτές οι προσεγγίσεις συμβάλλουν στη διεύρυνση των αγορών και τοποθετούν με επιτυχία τις επιχειρήσεις προς τη μελλοντική ανάπτυξη. Ο κλάδος του λιανικού εμπορίου αποτύπωσε την ταχεία επέκταση των μεγάλων εταιρειών σε όλες τις προηγμένες περιοχές, όπως η Βόρεια Αμερική και η Ευρώπη, καθώς και σε λιγότερο ανεπτυγμένες περιοχές της Λατινικής Αμερικής και της Ασίας. (Zhang, 2021)

Συναλλαγματική ισοτιμία. Είναι γεγονός ότι οι ενοποιημένες χρηματοοικονομικές καταστάσεις των εταιρειών, των οποίων οι δραστηριότητες εντοπίζονται σε περισσότερες από μία χώρες, αφ' ενός μεν εκφράζονται στο εθνικό νόμισμα της χώρας στην οποία βρίσκεται η έδρα της εταιρείας (δολλάριο στην περίπτωση της Walmart), αφετέρου δε, υπόκεινται σε διακυμάνσεις εξαιτίας της μετατροπής (ισοτιμίας) των οικονομικών στοιχείων, ενώ ενδέχεται να παρέχει ανακριβή εικόνα της οικονομικής απόδοσης. (Auer, Burstein, & Lein, 2021).

- **Κοινωνικές - Πολιτισμικές Δυνάμεις**

Αποτελούν τα χαρακτηριστικά μίας εκ των σημαντικότερων διαστάσεων της περιβαλλοντικής ανάλυσης, της οποίας οι αλλαγές έχουν ισχυρό αντίκτυπο στις επιχειρήσεις αλλά και σε πολλά επίπεδα της οικονομίας.

Γήρανση του πληθυσμού. Είναι το ζήτημα που καλούνται να αντιμετωπίσουν μέσω της προσαρμοστικότητας οι περισσότερες ανεπτυγμένες χώρες του κόσμου, μεταξύ αυτών και οι Η.Π.Α. Το χαρακτηριστικό αυτό διαμορφώνει ολοένα και περισσότερο τις καταναλωτικές συνήθειες και την ζήτηση σε συγκεκριμένες κατηγορίες αγαθών και υπηρεσιών όπως τα φάρμακα, η υγειονομική περίθαλψη, παραφαρμακευτικά / ιατροτεχνολογικά προϊόντα κ.λπ.

Χαμηλά επίπεδα ανεργίας. Σύμφωνα με τον οργανισμό Bureau of Labor Statistics και κατ' επέκταση το Υπουργείο Εργασίας στις Η.Π.Α, τα επίπεδα ανεργίας έχουν παρουσιάσει ιδιαίτερα χαμηλές τιμές οι οποίες το 2019 καταγράφηκαν κάτω από το 4%. Παρά τις ευνοϊκές συνθήκες όμως που καταγράφηκαν, για ένα ποσοστό του πληθυσμού δεν μεταφράστηκε σε σημαντική αύξηση του κατά κεφαλήν ΑΕΠ.

Ανάπτυξη πολυπολιτισμικών κοινωνιών. Η φυλετική ποικιλία είναι ένα ουσιώδες χαρακτηριστικό της Βόρειας Αμερικής αλλά και των περισσότερων ανεπτυγμένων χωρών. Σύμφωνα με στατιστικά της ερευνητικής ομάδας Brookings Institutions και τις έρευνες που έχουν διεξαχθεί το διάστημα 2009-2020, στο μέλλον και ειδικότερα μέχρι το 2045, αναμένεται να αλλάξει σε βάθος η φυλετική ταυτότητα των Η.Π.Α καθιστώντας την λευκή φυλή μειονότητα, γεγονός που θα αποτελέσει μεγάλη δημογραφική πρόκληση όπως και στους κλάδους της οικονομίας.

Μαζική μεταστροφή προς τις διαδικτυακές αγορές. Τις τελευταίες δεκαετίες το διαδίκτυο, οι διαρκώς αναπτυσσόμενες τεχνολογίες και τα κοινωνικά δίκτυα έχουν οδηγήσει στην εξέλιξη της καταναλωτικής συμπεριφοράς. Οι ψηφιακές εξελίξεις σχηματίζουν νέες καταναλωτικές συνήθειες και διευρύνουν ακόμα και το κοινό. Οι νέοι (18-40) διοχετεύουν την αγοραστική τους δύναμη σε μεγάλο βαθμό στο διαδίκτυο αυξάνοντας την αφοσίωσή τους στις ψηφιακές αγορές και στα πλεονεκτήματά τους.

Παρορμητικές αγορές (Impulsive Buying). Η παρορμητική αγορά είναι η τάση ενός πελάτη να αγοράζει αγαθά και υπηρεσίες χωρίς να τα έχει προγραμματίσει εκ των προτέρων. Βασίζεται στις πρακτικές των επιχειρήσεων να δημιουργούν ερεθίσματα τα οποία κατά βάση δεν στηρίζονται στην απόλυτη λογική αλλά δημιουργούν αίσθημα ευκαιρίας. Απόρροια της συνήθειας αυτής είναι η αναδιαμόρφωση της ευρύτερης κοινωνικής κουλτούρας και πλέον της καταναλωτικής συνείδησης.

- **Νομικοί και Κανονιστικοί Παράγοντες**

Οι εκάστοτε νομικές διατάξεις ασκούν επιρροή και διαμορφώνουν τις επιχειρήσεις ποικιλοτρόπως. Η δυναμική του νομοθετικού πλαισίου αφορά κυρίως τα εξής χαρακτηριστικά:

Ποιοτικά πρότυπα. Ξεκινώντας στις αρχές του 2022, όλοι οι τύποι γενετικά επεξεργασμένων τροφίμων που βρίσκονται στο λιανεμπόριο των Η.Π.Α θα πρέπει να περιέχουν επισήμανση ως βιομηχανικά τρόφιμα (G.M.O) προκειμένου οι καταναλωτές να είναι πλήρως ενήμεροι σχετικά με τα προϊόντα. (FDA, 2019)

Πρότυπα εργασιακής απασχόλησης. Βασική διάταξη του εργατικού δικαίου αποτελεί ο κατώτατος μισθός, στοιχείο που αφορά ιδιαίτερα τις επιχειρήσεις. Πιο συγκεκριμένα στις Η.Π.Α, υπήρξε θεαματική αύξηση το 2019 με παράλληλη μεταβολή του πληθωρισμού, ενώ το ενδεχόμενο συρρίκνωσης της κερδοφορίας εξ' αιτίας αυτού αντιμετωπίζεται με ανησυχία.

- **Τεχνολογικοί Παράγοντες**

Τις τελευταίες δεκαετίες οι τεχνολογικές καινοτομίες έχουν φέρει επανάσταση στο κλάδο του λιανικού εμπορίου, αποτελούν πυλώνα ζωτικής σημασίας για την ανάπτυξη των επιχειρήσεων, καθώς επίσης συμβάλλουν στην ανάπτυξη βιώσιμου ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος. Οι σημαντικότερες εξ αυτών είναι:

Ηλεκτρονικό Εμπόριο. Η αγορά προϊόντων μέσω διαδικτύου έχει φέρει επανάσταση στο λιανικό εμπόριο και έχει δημιουργήσει νέους τρόπους προσέλκυσης πελατών. Οι εταιρείες έχουν φτιάξει δικές τους εφαρμογές και τα τελευταία χρόνια προσπαθούν να συνδυάσουν την εικονική πραγματικότητα με τη τεχνητή νοημοσύνη. Στην ουσία δεν είναι μία καινούργια τεχνολογία αλλά ένας συνδυασμός τεχνολογιών που ενώνει τον εικονικό με

τον πραγματικό κόσμο (Balaji and Roy, 2017). Η αφομοίωση αυτής της τεχνολογίας στο συγκεκριμένο κλάδο είναι υψίστης σημασίας καθώς δημιουργεί μεγάλο ανταγωνιστικό πλεονέκτημα ως προς τις άλλες επιχειρήσεις του κλάδου.

Self-Scanning. Είναι μια αυτοματοποιημένη διαδικασία όπου ο καταναλωτής σκανάρει μόνος του τα προϊόντα που έχει επιλέξει χωρίς να χρειάζεται η παρουσία υπαλλήλου, μειώνοντας έτσι το κόστος της επιχείρησης. (Inman and Nikolova, 2017).

Έξυπνα ράφια (Smart Shelves). Πολλές επιχειρήσεις χρησιμοποιούν ράφια με αισθητήρες βάρους και ψηφιακές ετικέτες τιμών. Έτσι, όταν μειώνεται η ποσότητα ενός προϊόντος ενημερώνεται αυτόματα η αποθήκη και παρέχεται επίσης η δυνατότητα αυτόματης ανατιμολόγησης κατά το δοκούν. (Inman and Nikolova, 2017).

- **Περιβαλλοντικές Δυνάμεις**

Ο κλάδος του λιανικού εμπορίου του 21^{ου} αιώνα διακατέχεται από ολοένα και μεγαλύτερη οικολογική συνείδηση. Οι κυρίαρχες εταιρείες του κλάδου, προμηθεύονται οικολογικά-βιολογικά προϊόντα και χρησιμοποιούν «πράσινες» μεθόδους σε όλα τα στάδια της αλυσίδας αξίας με απώτερο σκοπό, την προστασία του περιβάλλοντος και τη μείωση του λειτουργικού κόστους. Παρακάτω θα αναλυθεί η εφαρμογή «πράσινων» μεθόδων:

Εσωτερικές Λειτουργίες. Το μεγαλύτερο περιβαλλοντολογικό κόστος προέρχεται από τις διαδικασίες εσωτερικής λειτουργίας καθώς καταναλώνονται μεγάλα αποθέματα ενέργειας για φωτισμό, θέρμανση, εξαερισμό, κλιματισμό και ψύξη (Naidoo and Gasparatos, 2018).

Αλυσίδα Εφοδιασμού. Οι περιβαλλοντολογικά ευαίσθητοποιημένες επιχειρήσεις του κλάδου εστιάζουν σε όλη την αλυσίδα εφοδιασμού των προϊόντων συμπεριλαμβανομένου το σχεδιασμό, την προμήθεια, την επιλογή υλικών, των λειτουργιών κατασκευής και τη παράδοση του προϊόντος στον καταναλωτή. Ένα από τα πιο κύρια στοιχεία του λιανικού εμπορίου είναι η «πράσινη» μεταφορά επιλέγοντας οικολογικά οχήματα (Naidoo and Gasparatos, 2018).

Δέσμευση των καταναλωτών. Οι πράσινες επιχειρήσεις εκτός του ότι ενισχύουν την εικόνα τους και την οικολογική τους συνείδηση, δημιουργούν άρρηκτους δεσμούς με τους καταναλωτές, προβάλλουν την οικολογική νοοτροπία και αλλάζουν τις αγοραστικές τους συνήθειες (Naidoo and Gasparatos, 2018)

4.3 Γενική επισκόπηση του μικροοικονομικού περιβάλλοντος

4.3.1 Οι 5 δυνάμεις του Porter

❖ Ανταγωνισμός από υφιστάμενες αντίπαλες επιχειρήσεις

Ο ανταγωνισμός μεταξύ των άμεσων αντιπάλων στον κλάδο του λιανεμπορίου είναι υψηλός. Οι ανταγωνιστές όπως είναι οι Amazon, Costco, Target corporation, BJ's wholesale club κατέχουν εξίσου κυρίαρχες θέσεις στον κλάδο. Η κυριότερη ανταγωνιστική πρόκληση προέρχεται από το γεγονός ότι οι κυρίαρχες εταιρείες του κλάδου γενικού λιανικού εμπορίου δραστηριοποιούνται σε πολλαπλές κατηγορίες προϊόντων, αφένός μεν με την διαφοροποίηση των παρεχόμενων προϊόντων να προσδίδει σαφώς θετικά στην απόδοση των επιχειρήσεων, αφετέρου δε με το αντίστοιχο ανταγωνιστικό πεδίο να διευρύνεται. Παρ'όλ'αυτά, τα πιο αντιπροσωπευτικά προϊόντα που διατίθενται από την Walmart αφορούν τρόφιμα και γενικά αναλώσιμα, των οποίων η φθαρτή φύση και μικρή διαφοροποίηση οδηγεί μόνο στη μείωση τιμών ως ανταγωνιστική τακτική, κάτι που η Walmart πραγματοποιεί με μεγάλη επιτυχία εδώ και δεκαετίες.

❖ Ανταγωνισμός από πιθανές νέες επιχειρήσεις

Τα εμπόδια εισόδου στον κλάδο σε παγκόσμιο επίπεδο φαινομενικά είναι χαμηλά, στην πραγματικότητα όμως η απειλή από νεοεισερχόμενες επιχειρήσεις είναι μικρή. Βέβαια με την ραγδαία ανάπτυξη του ηλεκτρονικού εμπορίου, η απειλή για εισχώρηση νέων επιχειρήσεων στον λιανεμπόριο μεγαλώνει και δημιουργεί προοπτική επέκτασης στις ήδη υφιστάμενες επιχειρήσεις του κλάδου. Παρατηρείται μια τάση μείωσης των ανεξάρτητων λιανοπωλητών σε πολλά mall και, ταυτόχρονα, αύξηση των υποκαταστημάτων μεγάλων αλυσίδων. Η δυνατότητα σύναψης καλών συμβάσεων προμηθειών ώστε να είναι ανταγωνιστική μία νεοεισερχόμενη επιχείρηση είναι πραγματικά πολύ δύσκολο έως απίθανο. Η κάθετη δομή στις αλυσίδες καταστημάτων δίνει σε αυτές ανταγωνιστικό πλεονέκτημα όσον αφορά τις συμβάσεις προμηθειών. Επιπρόσθετα, η πιθανότητα μετάβασης των καταναλωτών σε μία νέα επιχείρηση είναι εξίσου απίθανη εξαιτίας της αφοσίωσης των μελών στις υπάρχουσες επιχειρήσεις μέσω των συνδρομών.

❖ Η Δύναμη των Αγοραστών/Πελατών

Η διαπραγματευτική δύναμη των αγοραστών έχει ίσως τη μεγαλύτερη μόχλευση, αποτελεί σίγουρα τη σημαντικότερη δύναμη και παραμένει σταθερά «απειλητική» διότι λειτουργεί σε συνδυασμό με τον ανταγωνισμό του κλάδου. Οι πελάτες πραγματοποιούν έρευνα αγοράς, ιδιαίτερα με την διάδοση των πληροφοριών διαδικτυακά, για προϊόντα ίδια ή εφάμιλλα τα οποία είτε προσφέρονται οικονομικότερα είτε με τρόπο που δημιουργεί μεγαλύτερο συμφέρον στους ίδιους. Το ενδεχόμενο να στραφούν σε διαφορετική εταιρεία υφίσταται σε αρκετά μεγάλο βαθμό. Το γεγονός αυτό ενισχύεται και από το κόστος ανακατεύθυνσης όπου προς το παρόν δεν είναι ιδιαίτερα υψηλό στον κλάδο. Συνεπώς, διατηρείται η δυνατότητα μετακίνησης προς τις ανταγωνιστικές επιχειρήσεις. (Lenard, 2017)

❖ Η Δύναμη των Προμηθευτών

Διαμετρικά αντίθετες είναι οι συνθήκες του κλάδου όσον αφορά την δύναμη των εταιρειών που τροφοδοτούν τα καταστήματα λιανικής. Η χαμηλή συγκέντρωση των προμηθευτών σε συνάρτηση με τον μεγάλο αριθμό ανταγωνιστών έχει ως αποτέλεσμα την δυνατότητα εναλλακτικής για τις επιχειρήσεις του κλάδου μέσα από ένα ευρύ πεδίο υποκατάστατων εφοδιαστών. Επιπλέον, η απειλή κάθετης ολοκλήρωσης των επιχειρήσεων τροφοδότησης είναι φαινομενικά μικρή, δεν συμβαίνει όμως το ίδιο για αρκετές εταιρείες του κλάδου λιανικής οι οποίες είναι τοποθετημένες στην αγορά κατά τέτοιο τρόπο με άμεση συνέπεια την αποδυνάμωση των προμηθευτών. (Lenard, 2017)

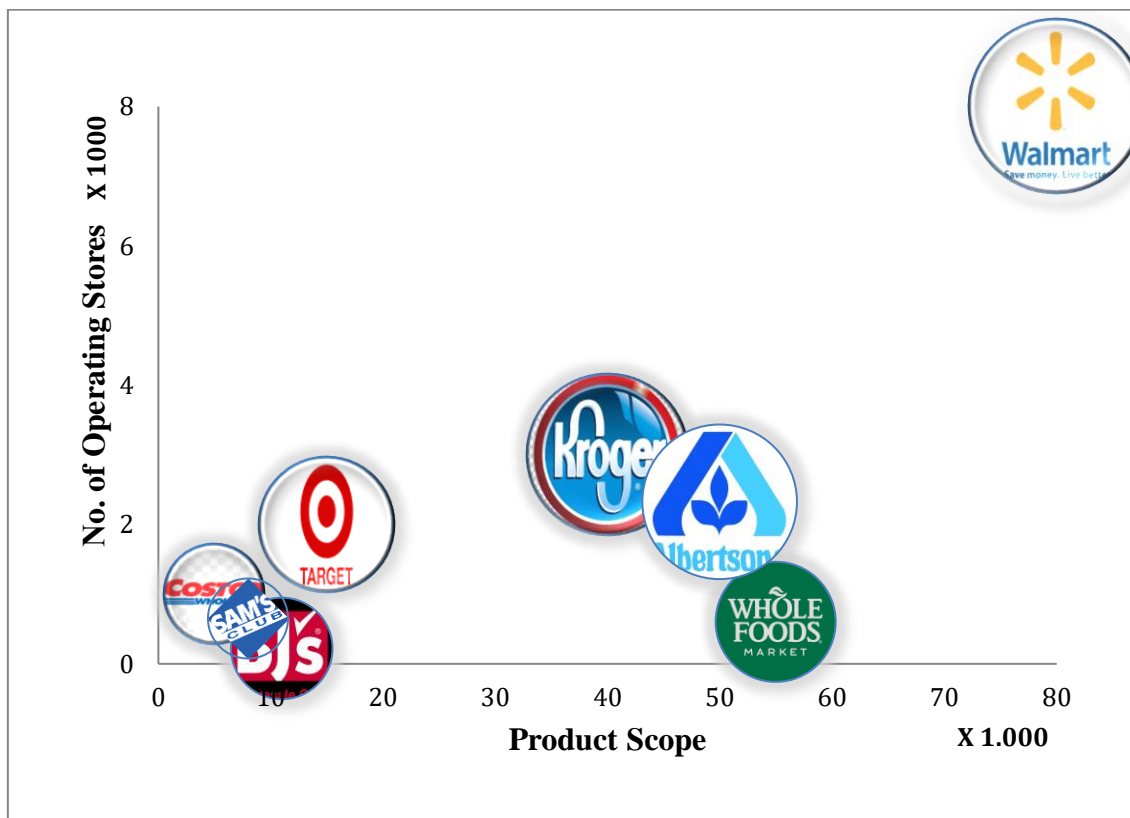
❖ Η Δύναμη των Υποκατάστατων Προϊόντων

Η δύναμη της υποκατάστασης στο κλάδο του λιανικού εμπορίου, και συγκεκριμένα για τα μεγάλα καταστήματα, είναι σχετικά χαμηλής έντασης, καθώς είναι δύσκολο να βρεθούν άλλες αξιόπιστες και αποτελεσματικές εναλλακτικές λύσεις για την πώληση των συγκεκριμένων προϊόντων και υπηρεσιών. Τη μοναδική πραγματική απειλή, όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, θα μπορούσε να αποτελέσει το ηλεκτρονικό εμπόριο, στο οποίο ο καταναλωτής έχει πρόσβαση σε χιλιάδες προϊόντα δίνοντας τη δυνατότητα άμεσης αγοράς σε πολύ χαμηλές τιμές με δωρεάν ή ελάχιστα μεταφορικά. Παρέχεται επίσης η δυνατότητα με ελάχιστο χρόνο και κόστος να πραγματοποιηθεί έρευνα ώστε να επιλέξει το προϊόν που ανταποκρίνεται καλύτερα στις ανάγκες του και στη χαμηλότερη δυνατή τιμή. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα οι μεγαλύτερες εταιρείες λιανικού εμπορίου να δημιουργήσουν

παράλληλα με τα φυσικά καταστήματα και διαδικτυακά για να βρίσκονται πάντα δίπλα στην τεχνολογική επικαιρότητα. Στην πραγματικότητα, όμως, αυτό που πρέπει να τονιστεί, είναι το γεγονός ότι το ηλεκτρονικό εμπόριο έχει παρουσιαστεί σαν συμπληρωματική λύση στην ήδη υπάρχουσα αγορά, ενώ, παράλληλα, οι καταναλωτές συνεχίζουν να βρίσκουν αξία και ικανοποίηση στη διά ζώσης επίσκεψη στα πολυκαταστήματα με σκοπό τις αγορές τους σε σταθερή βάση, αλλά και για συμπληρωματικές αγορές.

3.3.2 Χαρτογράφηση στρατηγικών ομάδων

Σύμφωνα με τον Porter (1980), μία στρατηγική ομάδα συντελείται από επιχειρήσεις οι οποίες υιοθετούν εφάμιλλες στρατηγικές / τακτικές και χρησιμοποιούν παρόμοια μέσα και πόρους. Ο διαχωρισμός των ομάδων ή και των επιχειρηματικών μονάδων γίνεται με την χρήση μεταβλητών που θα επιλεχθούν. Ως προς την απεικόνιση του κλάδου λιανικής πώλησης, πιο συγκεκριμένα, των «αναγκαίων» οικιακών ειδών διατροφής και εξοπλισμού, κρίνεται απαραίτητη η μεταβλητή του αριθμού ενεργών καταστημάτων τα οποία επί της ουσίας, προσδιορίζουν την γεωγραφική κάλυψη των επιχειρήσεων. Η δεύτερη μεταβλητή θα μπορούσε να είναι η ποιότητα των προϊόντων, όμως, ο συνδυασμός με το εύρος προϊόντων (product scope) θα αποτυπώσει μια καλύτερη εικόνα της εταιρείας.



Πίνακας 6 : Απεικόνιση επιχειρήσεων (hyper-markets) του κλάδου

Από τον παραπάνω πίνακα μπορούν να εξαχθούν μερικές παρατηρήσεις και συμπεράσματα ως προς τις επιχειρήσεις ή τις στρατηγικές ομάδες αλλά και για το σύνολο του κλάδου.

Η στρατηγική ομάδα που διακρίνεται στο κάτω αριστερά κομμάτι και κοντά στο σημείο μηδέν των αξόνων του πίνακα, αποτελείται από εταιρείες με μεγάλη ένταση στην στρατηγική πωλήσεων με υψηλές εκπτώσεις. Οι επιχειρήσεις της συγκεκριμένης ομάδας, κατέχουν τα λιγότερα καταστήματα συγκριτικά με τον ανταγωνισμό όπως και την μικρότερη ποικιλία ως προς τον αριθμό των διαθέσιμων προϊόντων.

Στη μέση του διαγράμματος, παρατηρείται μία άλλη στρατηγική ομάδα η οποία αφορά μεγαλύτερες επιχειρήσεις και ομίλους του κλάδου με εμφανώς περισσότερα καταστήματα αλλά και διαθέσιμα προϊόντα. Πρόκειται για εταιρείες με πολλές θυγατρικές επιχειρήσεις και μεγάλο μερίδιο στην αγορά όπως η «Kroger» ή εξαγορασμένες από κολοσσούς του διαδικτυακού εμπορίου όπως η «Whole Foods» (Amazon). Τέλος, στην πάνω δεξιά πλευρά του πίνακα 6 βρίσκεται αποκομμένη από τον ανταγωνισμό δημιουργώντας μια ομάδα ξεχωριστά η «Walmart», διατηρώντας τις ιδιότητες της μεσαίας κατηγορίας αλλά με ανάλογη ανάπτυξη και τοποθέτηση στην αγορά ώστε να παραμένει σε όλα τα επίπεδα μπροστά και να αποτελεί την ηγέτιδα δύναμη του κλάδου.

4.4 Χρηματοοικονομική ανάλυση

Αφετηρία προκειμένου να συγκεντρωθούν πληροφορίες για βασικές παραμέτρους που προσδιορίζουν την εικόνα μιας επιχείρησης και σκιαγραφούν την συνολικής της πορεία αποτελούν οι χρηματοοικονομικές ή αλλιώς λογιστικές καταστάσεις. Στο πλαίσιο αυτό, γίνεται αντιληπτό ότι η εξέταση τους καθώς και η ουσιαστική ανάλυση είναι η βάση για να διευκολυνθεί η λήψη αποφάσεων και η συνολική ερμηνεία της λειτουργίας της επιχείρησης από τα ενδιαφερόμενα μέρη.

Οι κυριότερες χρηματοοικονομικές καταστάσεις που εμπεριέχουν τις απαιτούμενες πληροφορίες και συντάσσονται στο τέλος κάθε οικονομικής χρήσης είναι ο Ισολογισμός, η Κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης καθώς και η Κατάσταση ταμειακών ροών. Μέσω αυτών των εταιρικών δημοσιεύσεων που απαρτίζουν την σημαντικότερη πηγή οικονομικών στοιχείων, παρέχεται η δυνατότητα της ερμηνείας ούτως ώστε να προσδιοριστεί το κατά πόσο και εάν μια επιχείρηση είναι κερδοφόρα, αποδοτική καθώς και άλλα συμπεράσματα για τη λειτουργία της.

Μολονότι οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις έχουν τη δυνατότητα να πληροφορήσουν κατάλληλα τον αναγνώστη-αναλυτή με τα απαραίτητα στοιχεία, κρίνεται σκόπιμο, για να γίνει πιο σαφές, να διενεργηθεί η κατάλληλη «επιμέλεια» προκειμένου να παρουσιαστεί μια πιο ξεκάθαρη εικόνα των δεδομένων και των οικονομικών μεγεθών, η οποία θα είναι ουσιαστική και άμεσα συγκρίσιμη, είτε με στοιχεία άλλων επιχειρήσεων του κλάδου, είτε με ιστορικά αποτελέσματα της ίδιας της επιχείρησης.

Η κυριότερη τεχνική που βασίζεται η χρηματοοικονομική ανάλυση είναι η χρήση των χρηματοοικονομικών αριθμοδεικτών η οποία, όπως ήδη αναφέρθηκε, αποσκοπεί στη σύνοψη του εκτεταμένου όγκου στοιχείων τα οποία είναι διαθέσιμα μέσω των χρηματοοικονομικών καταστάσεων σε έναν αριθμό συγκεκριμένων αριθμοδεικτών. Συνεπώς, η δομή των αριθμοδεικτών παρουσιάζει τη σχέση μεταξύ δύο ή περισσότερων στοιχείων των χρηματοοικονομικών καταστάσεων. (Νούλας, 2015)

Ειδικότερα, η διάκρισή τους γίνεται σε συνάρτηση με το κύριο χαρακτηριστικό και τον τύπο της δραστηριότητας της υπό εξέταση επιχείρησης. Πιο συγκεκριμένα οι κατηγορίες ενδεικτικά είναι εξής:

- **Profitability Ratios** - (Δείκτες κερδοφορίας και αποδοτικότητας)
- **Liquidity Ratios** - (Δείκτες ρευστότητας)
- **Leverage Ratios** – (Δείκτες Μόχλευσης)
- **Activity Ratios** - (Δείκτες δραστηριότητας)

Σε αυτό το κεφάλαιο, με βάση στοιχεία και διαγράμματα από την ετήσια έκθεση της Walmart και τους υπολογισμούς του συγγραφέα, θα χρησιμοποιηθεί η ανάλυση χρηματοοικονομικών δεικτών για να αξιολογηθούν πιο διαισθητικά οι αλλαγές στις χρηματοοικονομικές συνθήκες της Walmart μεταξύ 2016 και 2020. Ειδικότερα, θα χρησιμοποιηθεί η ανάλυση χρηματοοικονομικών δεικτών για να αποτυπωθούν οι συνθήκες λειτουργίας της εταιρείας στους τρεις κύριους τομείς που αναφέρθηκαν παραπάνω, δηλαδή την κερδοφορία, τη ρευστότητα και δείκτες δραστηριότητας. Όλα τα δεδομένα προέρχονται από τις οικονομικές εκθέσεις της Walmart για την περίοδο 2016-2020.

4.4.1 Χρηματοοικονομικοί δείκτες κερδοφορίας (Profitability Ratios)

Οι δείκτες κερδοφορίας ερμηνεύουν την συνολική αποδοτικότητα και κερδοφορία της επιχείρησης, το πόσο αποτελεσματικά χρησιμοποιούνται τα περιουσιακά της στοιχεία και κατά συνέπεια το βαθμό στον οποίο είναι επιτυχημένη ή όχι.

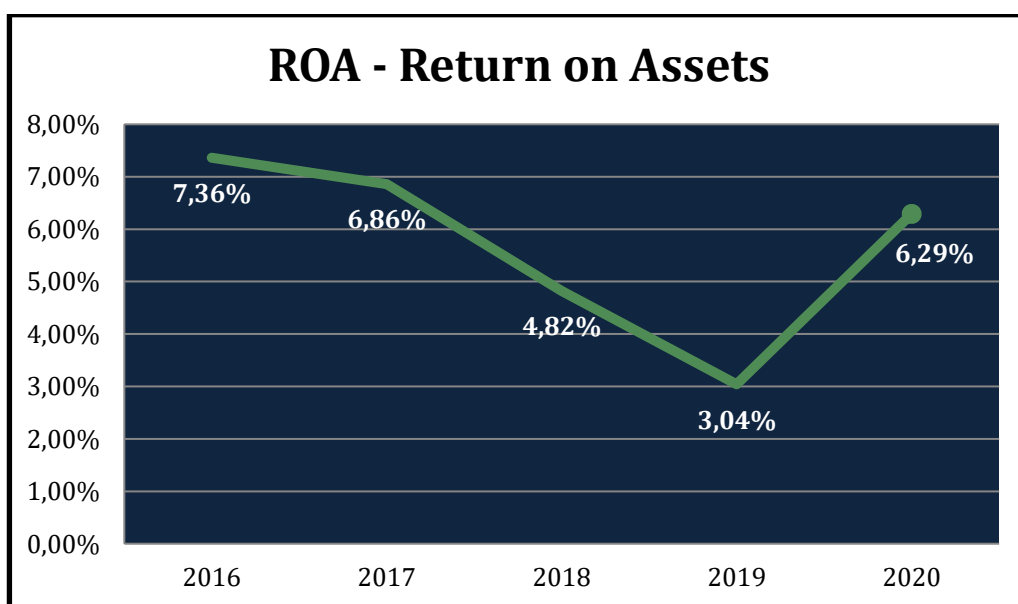
➤ Δείκτης απόδοσης ενεργητικού – Return On Assets

Η απόδοση του ενεργητικού δείχνει πώς μια εταιρεία χρησιμοποιεί τα περιουσιακά της στοιχεία για να παράγει κέρδη. Με τον όρο περιουσιακά στοιχεία εννοεί τα επενδυμένα, οπότε ο αριθμοδείκτης αυτός ερμηνεύει στους επενδυτές πόσο αποτελεσματική είναι η επιχείρηση στη μετατροπή των χρημάτων που επενδύονται σε καθαρό εισόδημα. Ο τύπος από τον οποίο προκύπτει ο δείκτης απόδοσης ενεργητικού είναι ο παρακάτω:

$$ROA = \frac{\text{Net Income}}{\text{Total Assets}} \times 100$$

<i>Data in millions</i>	2016	2017	2018	2019	2020
Net Income	14.694	13.643	9.862	6.670	14.881
Total Assets	199.581	198.825	204.522	219.295	236.495
ROA	7,36%	6,86%	4,82%	3,04%	6,29%

Πίνακας 7: Αριθμοδείκτης απόδοσης ενεργητικού (ROA)



Διάγραμμα 1: Αριθμοδείκτης απόδοσης ενεργητικού (ROA)

Παρατηρείται ότι ενώ το 2016 η τιμή του ROA ήταν ικανοποιητική, υπήρξε μία καθοδική πορεία που οδήγησε το 2019 μέχρι και το 3%. Αυτό οφείλεται στην μείωση των καταστημάτων στις Ηνωμένες Πολιτείες λόγω χαμηλής απόδοσης όπως ανακοινώθηκε από την εταιρεία και τις οικονομικές εκθέσεις. Παρ'όλα αυτά, η εταιρεία κατάφερε να ανακάμψει σε μεγάλο βαθμό το 2020 αυξάνοντας την τιμή σχεδόν στο 6.3%.

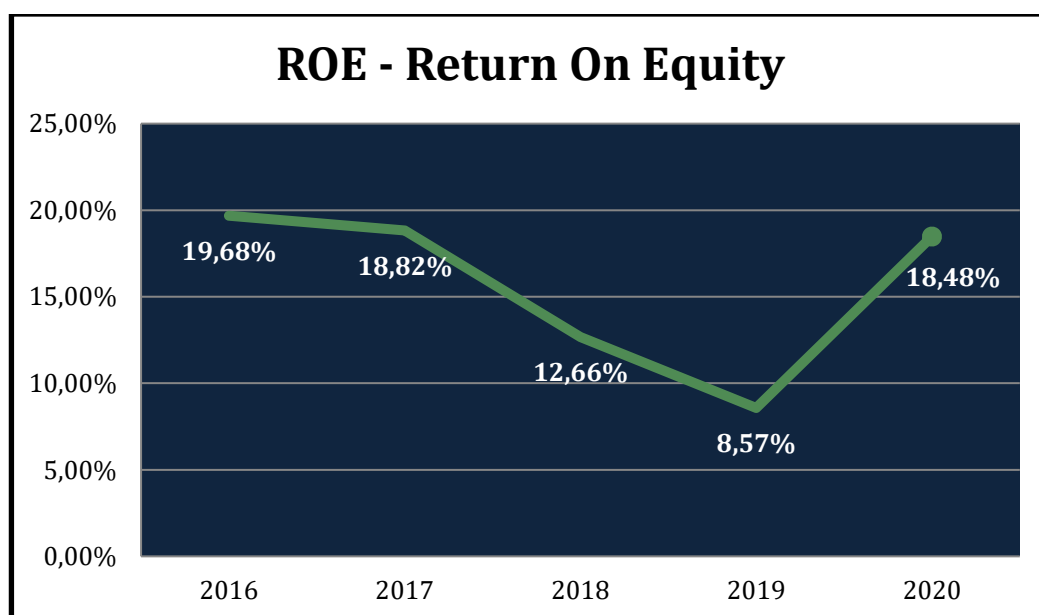
➤ *Δείκτης απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων – Return On Equity*

Η απόδοση ιδίων κεφαλαίων (ROE), απεικονίζει το καθαρό εισόδημα μιας εταιρείας σε ποσοστό % των ιδίων κεφαλαίων. Ο ROE μιας επιχείρησης είναι ένας σημαντικός δείκτης για το αν η εταιρεία είναι αποδοτική ενώ ένα ισχυρό ποσοστό απόδοσης ιδίων κεφαλαίων είναι 10% και άνω. Υπολογίζεται από τον παρακάτω τύπο:

$$ROE = \frac{\text{Net Income}}{\text{Shareholder's Equity}} \times 100$$

<i>Data in millions</i>	2016	2017	2018	2019	2020
Net Income	14.694	13.643	9.862	6.670	14.881
Shareholder's Equity	74.669	72.496	77.869	77.798	80.546
ROE	19,68%	18,82%	12,66%	8,57%	18,48%

Πίνακας 8: Αριθμοδείκτης απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)



Διάγραμμα 2: Αριθμοδείκτης απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)

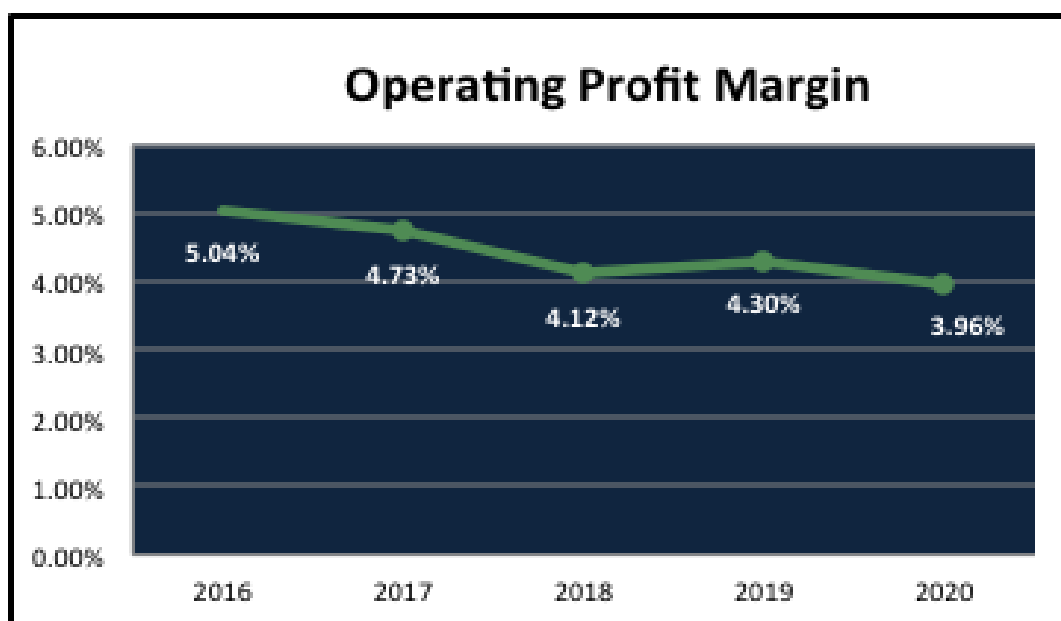
➤ *Δείκτης περιθωρίου λειτουργικού κέρδους (Operating Profit Margin)*

Αποτελεί έναν από τους δείκτες που υπολογίζουν την αποδοτικότητα μιας επιχείρησης και συγκεκριμένα τα κέρδη από τις λειτουργικές δραστηριότητες, ενώ έχουν υπολογιστεί όλα τα άμεσα και έμμεσα έξοδα που έχουν προκύψει. Όπως όλοι οι δείκτες που μετρούν την αποδοτικότητα (περιθώρια κέρδους), στόχος είναι να βρίσκονται όσο το δυνατόν υψηλότερα νούμερα και προκύπτει από τον παρακάτω τύπο:

$$\text{Operating Profit Margin} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Net Sales}} \times 100$$

<i>Data in millions</i>	2016	2017	2018	2019	2020
Operating Income (EBIT)	24.105	22.764	20.437	21.957	20.568
Net Sales	478.614	481.317	495.761	510.329	519.926
Operating Profit Margin	5,04%	4,73%	4,12%	4,30%	3,96%

Πίνακας 9: Αριθμοδείκτης λειτουργικού περιθωρίου κέρδους



Διάγραμμα 3: Αριθμοδείκτης λειτουργικού περιθωρίου κέρδους

Η εταιρεία διατηρεί ένα σταθερό δείκτη λειτουργικού περιθωρίου κέρδους με μειωτικές τάσεις που έφτασαν το 2020 να αγγίζουν το 4%. Σύμφωνα με τα αντίστοιχα νούμερα του υπόλοιπου κλάδου θα έλεγε κανείς ότι η Walmart βρίσκεται σε υγιή επίπεδα, ωστόσο, το περιθώριο κέρδους της είναι χαμηλό, το οποίο θα μπορούσε να οφείλεται στο υψηλό κόστος πωληθέντων αγαθών, το αυξανόμενο λειτουργικά έξοδα και στο ότι η Walmart πωλεί ήδη με χαμηλότερες τιμές έναντι του ανταγωνισμού που είναι μεγάλος.

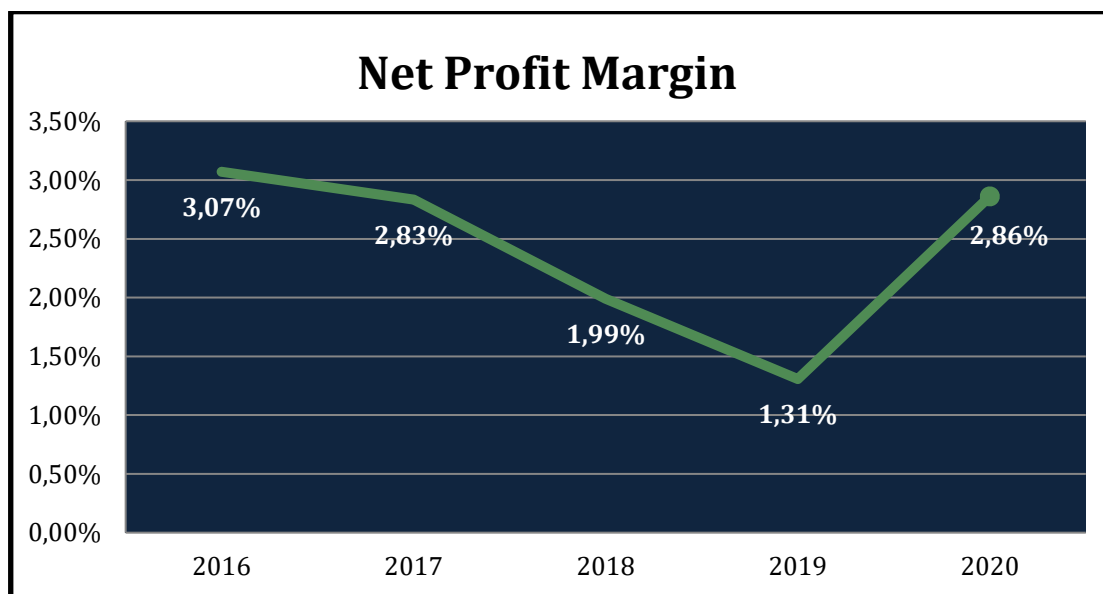
➤ Δείκτης περιθωρίου καθαρού κέρδους (Net Profit Margin)

Το καθαρό περιθώριο κέρδους είναι το ποσοστό των πωλήσεων που μετατρέπεται σε κέρδη αφαιρώντας όλα τα έξοδα της επιχείρησης και ακολούθως υπολογίζεται από τον τύπο:

$$\text{Net Profit Margin} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Net Sales}} \times 100$$

<i>Data in millions</i>	2016	2017	2018	2019	2020
Net Income	14.694	13.643	9.862	6.670	14.881
Net Sales	478.614	481.317	495.761	510.329	519.926
Net Profit Margin	3,07%	2,83%	1,99%	1,31%	2,86%

Πίνακας 10: Αριθμοδείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους



Διάγραμμα 4: Αριθμοδείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους

Παρατηρείται η μείωση του καθαρού περιθωρίου κέρδους από το οικονομικό έτος 2016 έως και το 2019 με σημαντική αύξηση το 2020. Σύμφωνα με τις οικονομικές εκθέσεις, η αύξηση αύξηση του ενοποιημένου καθαρών κερδών οφείλεται κυρίως στη μεταβολή της εύλογης αξίας της επένδυσης στην *JD.com* και της κάλυψης της καθαρής ζημίας ύψους 4,5 δισεκατομμυρίων δολαρίων που καταγράφηκε το οικονομικό έτος 2019 σχετικά με την πώληση του πλειοψηφικού μεριδίου της Walmart Βραζιλίας, η οποία αντισταθμίστηκε εν μέρει από την αραίωση του λειτουργικού εισοδήματος που σχετίζεται με τη Flipkart.

4.4.2 Χρηματοοικονομικοί δείκτες ρευστότητας (Liquidity Ratios)

Η συγκεκριμένη κατηγορία αριθμοδεικτών περιγράφει όχι μόνο το πόσα άμεσα ρευστοποιήσιμα στοιχεία που έχει μια επιχείρηση αλλά και τη δυνατότητα της να ανταποκρίνεται στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της.

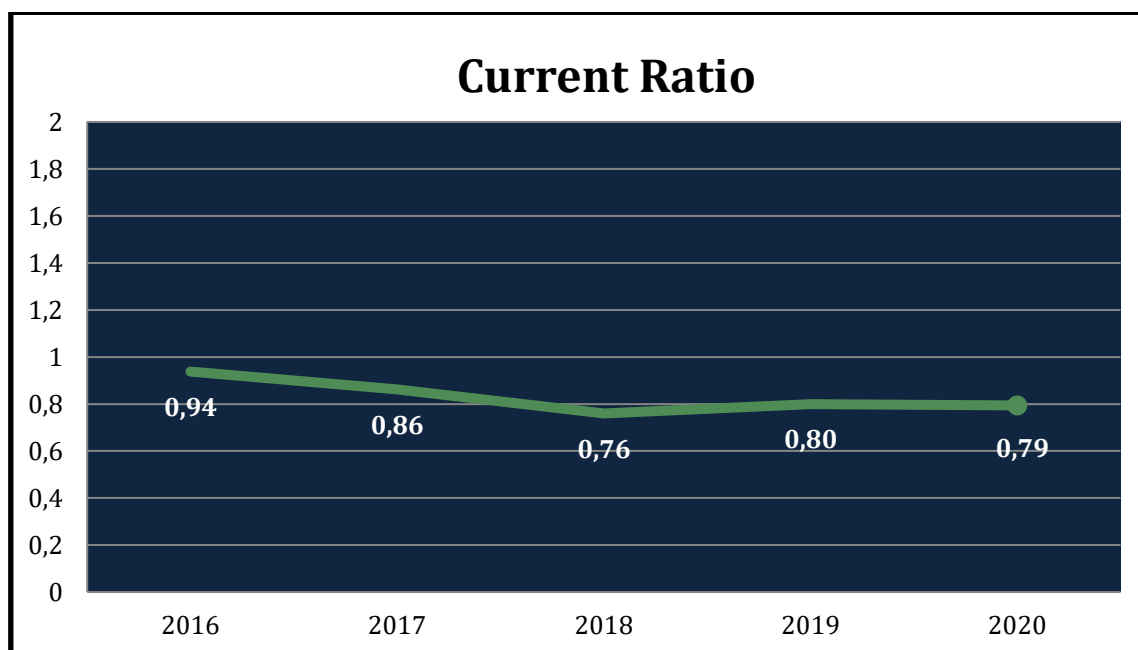
➤ Δείκτης γενικής ρευστότητας (Current Ratio)

Ο συγκεκριμένος δείκτης σκιαγραφεί την ικανότητα που έχει η επιχείρηση να ανταποκριθεί στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της χρησιμοποιώντας στοιχεία του ενεργητικού τα οποία μπορούν να μετατραπούν άμεσα σε μετρητά. Είναι ένα μέτρο αποτύπωσης του χαρακτήρα της και δύναται να προβάλλει δυνητικά μελλοντικά προβλήματα σχετικά με την ρευστότητα. Υπολογίζεται από τον παρακάτω τύπο:

$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{Current Assets}}{\text{Current Liabilities}}$$

<i>Data in millions</i>	2016	2017	2018	2019	2020
Current Assets	60.239	57.689	59.664	61.897	61.806
Current Liabilities	64.219	66.928	78.521	77.477	77.790
Current Ratio	0,94	0,86	0,76	0,80	0,79

Πίνακας 11: Αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας



Διάγραμμα 5: Αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας

Ο δείκτης της γενικής ρευστότητας για την εταιρεία Walmart δείχνει σταθερότητα και μικρές διακυμάνσεις στην πορεία του χρόνου. Η βασική συμβολή του συγκεκριμένου δείκτη είναι να παρέχει πληροφορίες προκειμένου να γίνει άμεση σύγκριση με παρόμοιες εταιρείες του κλάδου. Στην προκειμένη περίπτωση του λιανικού εμπορίου στις Ηνωμένες πολιτείες φαίνεται ότι ένας μέσος δείκτης της γενικής ρευστότητας κυμαίνεται από 1:1 έως 2:1, συνεπώς, γίνεται εύκολα αντιληπτό ότι η γενική ρευστότητα είναι πιο αδύναμη σε σχέση με τον ανταγωνισμό.

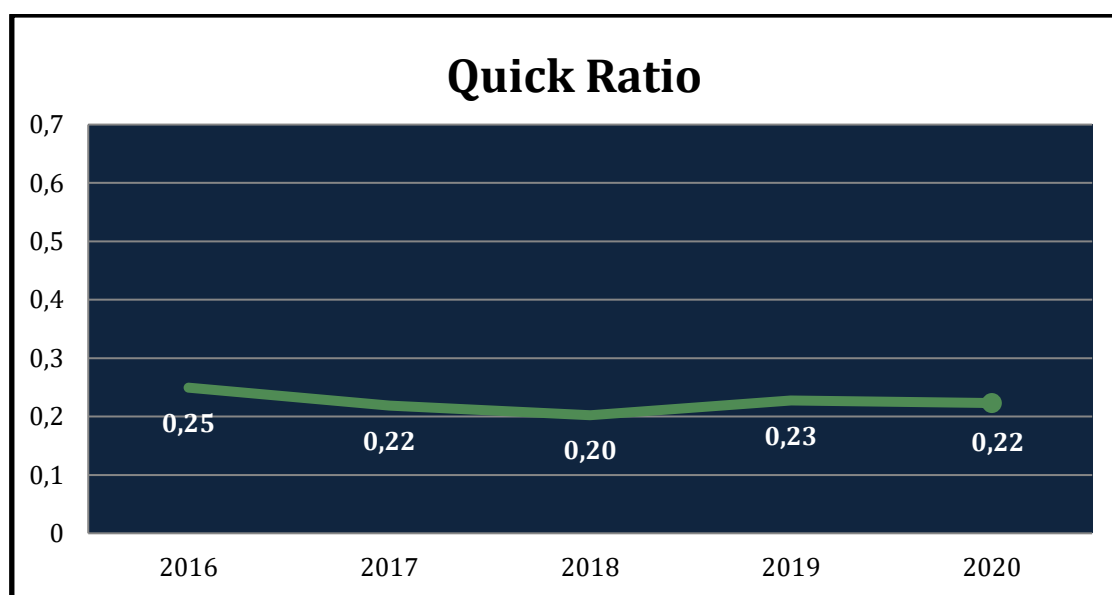
➤ Δείκτης άμεσης ρευστότητας (Quick Ratio)

Πρόκειται για παρόμοιο δείκτη με εκείνον της γενικής ρευστότητας ο οποίος, όμως, είναι πιο επικεντρωμένος στα άμεσα ρευστοποιήσιμα στοιχεία σε σχέση με τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Πιο συγκεκριμένα, στα ρευστοποιήσιμα στοιχεία του ενεργητικού δεν λαμβάνονται υπόψη τα αποθέματα της επιχείρησης. Υπολογίζεται από τον εξής τύπο:

$$\text{Quick Ratio} = \frac{\text{Current Assets} - \text{Inventory}}{\text{Current Liabilities}}$$

<i>Data in millions</i>	2016	2017	2018	2019	2020
Current Assets	60.239	57.689	59.664	61.897	61.806
Inventory	44.219	43.046	43.783	44.269	44.435
Current Liabilities	64.219	66.928	78.521	77.477	77.790
Quick Ratio	0,25	0,22	0,20	0,23	0,22

Πίνακας 12: Αριθμοδείκτης άμεσης ρευστότητας



Διάγραμμα 6: Αριθμοδείκτης άμεσης ρευστότητας

Παρατηρώντας το δείκτη άμεσης ρευστότητας της εταιρείας Walmart είναι φανερό ότι διακρίνεται από σταθερότητα με πολύ μικρές διακυμάνσεις. Παρ'όλα αυτά, ο δείκτης διατηρεί ιδιαίτερα χαμηλές τιμές σε σχέση με τον ανταγωνισμό ενώ κατά κανόνα θα πρέπει να πλησιάζει όσο το δυνατόν περισσότερο στην τιμή 1.

4.4.3 Χρηματοοικονομικοί δείκτες δραστηριότητας (Activity Ratios)

Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες δραστηριότητας αποτελούν μία κατηγορία μέτρων που περιγράφουν την ικανότητα της επιχείρησης να αξιοποιεί αποδοτικά τα περιουσιακά της στοιχεία, τόσο του κυκλοφορούντος όσο και του μη κυκλοφορούντος ενεργητικού.

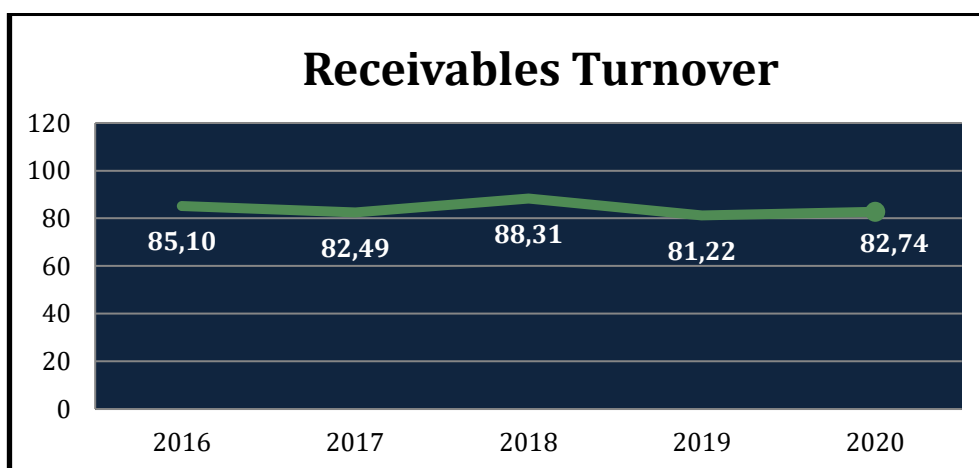
➤ Δείκτης ταχύτητας είσπραξης απαιτήσεων (Receivables Turnover)

Ο δείκτης ταχύτητας είσπραξης απαιτήσεων προσδιορίζει την ταχύτητα με την οποία η επιχείρηση εισπράττει τις απαιτήσεις της και όπως είναι προφανές, κάθε επιχείρηση επιθυμεί να έχει έναν μεγάλο δείκτη και να εισπράττει το συντομότερο της βραχυπρόθεσμες απαιτήσεις της. Ο τύπος με τον οποίο υπολογίζεται είναι ο εξής:

$$\text{Receivables Turnover} = \frac{\text{Net Sales}}{\text{Receivables}}$$

<i>Data in millions</i>	2016	2017	2018	2019	2020
Net Sales	478.614	481.317	495.761	510.329	519.926
Receivables	5.624	5.835	5.614	6.283	6.284
Receivables Turnover	85 times	82 times	88 times	81 times	83 times

Πίνακας 13: Αριθμοδείκτης ταχύτητας είσπραξης απαιτήσεων



Διάγραμμα 7: Αριθμοδείκτης ταχύτητας είσπραξης απαιτήσεων

Η Walmart παρουσιάζει σταθερότητα σε ότι αφορά την ταχύτητα είσπραξης των απαιτήσεων η οποία κυμαίνεται σε περίπου 83 φορές, γεγονός που την καθιστά ισορροπημένη σε σχέση με τον ανταγωνισμό, ενδεικτικά αναφέρεται ότι ο αντίστοιχος δείκτης για την Kroger δείχνει μέση τιμή ίση με 72 φορές ενώ για την Costco ίση με 112 φορές. Πρακτικά, αν ο υπολογισμός συνεχιστεί διαιρώντας τις 365 ημέρες ανά οικονομικό έτος με το αποτέλεσμα του δείκτη, εξάγουμε το συμπέρασμα ότι η εταιρείες λαμβάνουν τις απαιτήσεις τους ανά 3 με 5 ημέρες.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

Αποτίμηση της Εταιρείας Walmart Inc.

5.1 Αποτίμηση με την μέθοδο προεξόφλησης ταμειακών ροών (DCF)

Στο συγκεκριμένο κεφάλαιο διενεργήθηκε η αποτίμηση της εταιρείας Walmart Inc. με βάση τα πρότυπα και τις διαδικασίες που επιβάλλει η εφαρμογή της μεθόδου προεξόφλησης των ταμειακών ροών προς τους μετόχους, προκειμένου να υπολογιστεί η δίκαιη εμπορική της αξία. Συγκεκριμένα, η διαδικασία της συγκεκριμένης μεθόδου, η οποία εφαρμόστηκε σε αυτή την ενότητα, περιλαμβάνει επιγραμματικά τα εξής βήματα:

1. Αποτύπωση των δημοσιευμένων οικονομικών καταστάσεων και άλλων στοιχείων του πρόσφατου παρελθόντος της εταιρείας, τα οποία στην παρούσα εργασία αφορούν τα τελευταία 5 οικονομικά έτη λειτουργίας της (2017-2021).
2. Επεξεργασία των παραπάνω δεδομένων και εν συνεχεία υπολογισμός των προβλέψεων για την προκαθορισμένη μελλοντική περίοδο βάσει της στρατηγικής κατεύθυνσης, εταιρικού προγραμματισμού αλλά και άλλων παραδοχών που πραγματοποιήθηκαν επί τούτω.
3. Υπολογισμός των ελεύθερων ταμειακών ροών (FCFF) για την προκαθορισμένη περίοδο της πρόβλεψης η οποία στη συγκεκριμένη εργασία αφορά 5 οικονομικά έτη (2022-2026).
4. Προσδιορισμός του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου (WACC) για τον καθορισμό του κατάλληλου προεξοφλητικού επιτοκίου για τη, προκαθορισμένη χρονική περίοδο της πρόβλεψης.
5. Υπολογισμός της υπολλειματικής αξίας (Terminal Value) μέσω του αντίστοιχου τύπου.
6. Προσδιορισμός της αξίας της επιχείρησης (Enterprise Value) μέσω των προεξοφλημένων μελλοντικών ταμειακών ροών και της υπολλειματικής αξίας.
7. Προσδιορισμός της αξίας της επιχείρησης στους μετόχους λαμβάνοντας υπόψιν το καθαρό χρέος και τις καταθέσεις της εταιρείας.

5.1.1 Αποτύπωση οικονομικών καταστάσεων και υπολογισμός βασικών δεικτών.

Για τη διενέργεια των κατάλληλων υπολογισμών κρίνεται απαραίτητη η ανάλυση της παρελθοντικής οικονομικής απόδοσης της εταιρείας και, συγκεκριμένα, των βασικών χρηματοοικονομικών δημοσιεύσεων της, ισολογισμός και κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεως, οι οποίες θα οδηγήσουν στη σύσταση της κατάστασης των μελλοντικών ταμειακών ροών. Ειδικότερα, στις σελίδες που ακολουθούν, παρατίθενται τα μοντέλα που δημιουργήθηκαν στο περιβάλλον του Microsoft Excel και αντικατοπτρίζουν την εικόνα της εταιρείας σε οικονομικά μεγέθη για την περίοδο που θα αποτελέσει τη βάση των προβλέψεων.

Αναλυτικότερα, παρατηρείται σταθερή αύξηση των ενοποιημένων πωλήσεων της εταιρείας σε ποσοστό που κυμαίνεται στο 2% με 3% ενώ παράλληλα, όπως φαίνεται και στους παρακάτω πίνακες με υπογράμμιση, σταθεροί παραμένουν οι υπόλοιποι δείκτες που αφορούν έξοδα σε συνάρτηση με τις συνολικές πωλήσεις και το κόστος παραγωγής.

Πιο συγκεκριμένα, εμβαθύνοντας στα τελευταία 2 έτη της ιστορικής περιόδου, τα συνολικά έσοδά, τα οποία περιλαμβάνουν τις καθαρές πωλήσεις και άλλα έσοδα, αυξήθηκαν κατά \$35,2 δις ή 6,7% και \$9,6 δις ή 1,9% για τα οικονομικά έτη 2021 και 2020. Για το οικονομικό έτος 2021, η αύξηση οφειλόταν κυρίως στις ισχυρές θετικές συγκρίσιμες πωλήσεις των τμημάτων Walmart Η.Π.Α. και Sam's Club, καθώς και στην πλειονότητα των διεθνών αγορών, οι οποίες προέκυψαν από την αυξημένη ζήτηση που προήλθε από την πανδημία Covid-19. Για το οικονομικό έτος 2020, οι καθαρές πωλήσεις επηρεάστηκαν θετικά από τις θετικές συγκρίσιμες πωλήσεις των τμημάτων Walmart ΗΠΑ και Sam's Club, με την προσθήκη των καθαρών πωλήσεων της Flipkart, η οποία αποκτήθηκε το 2018.

Αυτές οι αυξήσεις αντισταθμίστηκαν εν μέρει από την αρνητική επίπτωση των διακυμάνσεων των συναλλαγματικών ισοτιμιών κατά το οικονομικό έτος 2020 και την πώληση του πλειοψηφικού μεριδίου της Walmart Βραζιλίας το ίδιο έτος. Ακόμα, ο φορολογικός συντελεστής αυξομειώνεται ως αποτέλεσμα διαφόρων παραγόντων, συμπεριλαμβανομένων των αλλαγών στην αξιολόγηση ορισμένων φορολογικών υποχρεώσεων, των αλλαγών στη φορολογική νομοθεσία και, του μείγματος των κερδών μεταξύ των δραστηριοτήτων στις ΗΠΑ και διεθνώς.

Ως αποτέλεσμα, αναφέρθηκαν \$13,7 δις και \$15,2 δις ενοποιημένο καθαρό εισόδημα ενώ για το οικονομικό έτος 2020 και 2021, μεγέθη που αντιπροσωπεύουν μείωση κατά \$1,5 δις και αύξηση κατά \$8 δις, αντίστοιχα, σε σύγκριση με το προηγούμενο οικονομικό έτος.

Balance Sheet - Assets	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
Cash	6,867	6,756	7,722	9,465	17,741
Accounts Receivables	5,835	5,614	6,283	6,284	6,516
<i>% of Revenues</i>	<i>1%</i>	<i>1%</i>	<i>1%</i>	<i>1%</i>	<i>1%</i>
Inventory	43,046	43,783	44,269	44,435	44,949
<i>% of Revenues</i>	<i>9%</i>	<i>9%</i>	<i>9%</i>	<i>8%</i>	<i>8%</i>
Other current assets	1,941	3,511	3,623	1,622	20,861
Current assets of discontinued operations	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Total current assets	57,689	59,664	61,897	61,806	90,067
Plant and Machinery	114,178	114,818	111,395	127,049	109,848
<i>% of Revenues</i>	<i>23%</i>	<i>23%</i>	<i>22%</i>	<i>24%</i>	<i>20%</i>
Goodwill	17,037	18,242	31,181	31,073	28,983
Other long term assets	9,921	11,798	14,822	16,567	23,598
Total assets	198,825	204,522	219,295	236,495	252,496
Balance Sheet - Liabilities and equity	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
Short term debt	3,920	9,662	7,830	8,241	5,296
Accounts payable	41,433	46,092	47,060	46,973	49,141
<i>% of COGS</i>	<i>12%</i>	<i>13%</i>	<i>13%</i>	<i>12%</i>	<i>12%</i>
Other short term liabilities	21,575	22,767	22,587	22,576	38,208
Total current liabilities	66,928	78,521	77,477	77,790	92,645
Long term debt	42,018	36,825	50,203	64,192	57,950
Other long term liabilities	9,344	8,354	11,981	12,961	14,370
Minority interest	2,737	2,953	7,138	6,883	6,606
Common equity	77,798	77,869	72,496	74,669	80,925
Total liabilities and equity	198,825	204,522	219,295	236,495	252,496
Check	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE

Πίνακας 14: Ιστορικές χρηματοοικονομικές καταστάσεις & βασικοί δείκτες (Ισολογισμός)

Income Statement	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
Revenues	485,9	500,3	514,4	524,0	559,2
<i>YoY % Growth</i>	1%	3%	3%	2%	7%
Cost of goods sold (excluding depreciation and amortization cost)	351,2	362,9	374,6	383,6	409,2
<i>% of Revenues</i>	72,3%	72,5%	72,8%	73,2%	73,2%
Gross profit	134,7	137,5	139,8	140,3	150,0
SG&A expenses	101,9	106,5	107,1	108,8	116,3
<i>as % of Revenues</i>	21%	21%	21%	21%	21%
EBITDA	32,8	31,0	32,6	31,6	33,7
Depreciation and Amortization cost	10,1	10,5	10,7	11,0	11,2
<i>as % of Plant & Machinery</i>	9%	9%	9%	10%	9%
EBIT	22,8	20,4	22,0	20,6	22,5
Interest expense (net of interest income)	2,3	2,2	2,1	2,4	2,2
<i>as % of Total Debt</i>	5%	5%	5%	4%	3%
Loss from extinguishment of debt	0,0	3,1	8,4	0,0	0,0
Other gains and (losses)	0,0	0,0	0,0	2,0	0,2
EBT	20,5	15,1	11,5	20,1	20,6
Provisions for taxes	6,2	4,6	4,3	4,9	6,9
<i>as a % of EBT</i>	30,3%	30,4%	37,4%	24,4%	33,3%
Profits after tax (continuing operations)	14,3	10,5	7,2	15,2	13,7
Income from discontinued operations (net of taxes)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Consolidated net income	14,3	10,5	7,2	15,2	13,7
Minority interest share of profits	0,7	0,7	0,5	0,3	0,2
<i>as a % of Consolidated Net Income</i>	4,5%	6,3%	7,1%	2,1%	1,4%
Consolidated net income attributable to Walmart	13,6	9,9	6,7	14,9	13,5

Πίνακας 15: Ιστορικές χρηματοοικονομικές καταστάσεις & βασικοί δείκτες (Κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης)

5.1.2 Προβλέψεις και υπολογισμός μελλοντικών χρηματοοικονομικών μεγεθών

Οι προβλέψεις για τα μελλοντικά χρηματοοικονομικά μεγέθη πραγματοποιήθηκαν με βάση τις επίσημες εταιρικές δημοσιεύσεις και την ανάλυση του μικροοικονομικού και μακροοικονομικού περιβάλλοντος από τα οποία επηρεάζεται εν δυνάμει η τροχιά της επιχείρησης. Ειδικότερα, στις σελίδες που ακολουθούν, παρατίθενται τα μοντέλα που δημιουργήθηκαν στο περιβάλλον του Microsoft Excel και αντικατοπτρίζουν την εικόνα της εταιρείας σε οικονομικά μεγέθη για την μελλοντική περίοδο τα οποία έχουν βασιστεί κυρίως στις ποσοστιαίες αλλαγές που πραγματοποιούνται κατά βάση στις πωλήσεις και επηρεάζουν αντίστοιχα τα υπόλοιπα οικονομικά μεγέθη.

Πιο συγκεκριμένα, οι ενοποιημένες πωλήσεις αυξάνονται ποσοστιαία με τιμή ίση του ρυθμού ανάπτυξης των τελευταίων ετών, δεδομένου ότι η Walmart είναι μία εταιρεία με σταθερή άνοδο και επέκταση τόσο σε φυσικές όσο και διαδικτυακές πωλήσεις. Το γεγονός αυτό αποδεικνύεται από την συνεχή προσαρμοστικότητα στις εξελίξεις, ιδιαίτερα στο ψηφιακό οικοσύστημα, που την καθιστά πάντα ανταγωνιστική παρά το γεγονός πως πρόκειται για μία εταιρεία αρκετών δεκαετιών που δεν επαφίεται αμιγώς το ολοένα και αναπτυσσόμενο ψηφιακό περιβάλλον των λιανικών πωλήσεων όπως π.χ η Amazon. Για τον υπολογισμό αυτόν δεν λήφθηκε υπόψιν η δυνητική διατάραξη του οικονομικού περιβάλλοντος από την ενδεχόμενη συνέχεια της πανδημίας του Covid-19, καθώς θα ήταν σχεδόν αδύνατον να προβλεφθεί έστω και κατά προσέγγιση η απόδοση της εταιρείας. Σε αντίθεση, και για ακαδημαϊκούς σκοπούς, προτιμήθηκε μια σταδιακή εξομάλυνση και, εκ του αποτελέσματος, επιστροφή των καθαρών κερδών σε φυσιολογικά επίπεδα, ούτως ώστε να παραχθούν όσο το δυνατόν πιο «υγιή» αποτελέσματα.

Με αυτή την παραδοχή συνεχίστηκε η διαδικασία των προβλέψεων των οικονομικών μεγεθών με σημείο αναφοράς το τελευταίο ιστορικό οικονομικό έτος (2021) και σε συνάρτηση με τα κυριότερα οικονομικά μεγέθη, αντίστοιχα με τον υπολογισμό των ιστορικών ετών. Αξίζει να σημειωθεί πως ο υπολογισμός της επαναγοράς ιδίων μετοχών έγινε σύμφωνα με τον προκαθορισμένο εταιρικό προγραμματισμό που ανακοινώνεται στις ετήσιες εταιρικές δημοσιεύσεις, όπως επίσης και οι δανειακές υποχρεώσεις της εταιρείας, για τους υπολογισμούς των οποίων το μοντέλο στηρίχθηκε στις μελλοντικές συμβασιακές υποχρεώσεις, οι οποίες δημοσιεύονται στις ετήσιες ανακοινώσεις.

Income Statement	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
Revenues	577,9	587,6	598,7	611,1	625,0
<i>YoY % Growth</i>	3%	2%	2%	2%	2%
Cost of goods sold (excluding depreciation and amortization cost)	423,3	430,8	439,3	448,9	459,6
<i>% of Revenues</i>	73,2%	73,3%	73,4%	73,5%	73,5%
Gross profit	154,6	156,8	159,3	162,2	165,5
SG&A expenses	120,1	122,0	124,1	126,6	129,4
<i>as % of Revenues</i>	21%	21%	21%	21%	21%
EBITDA	34,5	34,8	35,2	35,6	36,1
Depreciation and Amortization cost	9,6	10,2	10,5	11,0	11,4
<i>as % of Plant & Machinery</i>	9%	9%	9%	9%	9%
EBIT	24,9	24,7	24,6	24,7	24,7
Interest expense (net of interest income)	2,1	2,2	2,3	2,4	2,6
<i>as % of Total Debt</i>	3%	4%	4%	5%	5%
Loss from extinguishment of debt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Other gains and (losses)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	22,8	22,5	22,3	22,2	22,1
Provisions for taxes	7,6	7,5	7,4	7,4	7,4
<i>as a % of EBT</i>	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%	33,3%
Consolidated net income	15,2	15,0	14,9	14,8	14,7
Minority interest share of profits	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
<i>as a % of Consolidated Net Income</i>	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
Consolidated net income attributable to Walmart	14,9	14,8	14,7	14,6	14,5

Πίνακας 16: Μελλοντικές χρηματοοικονομικές καταστάσεις & βασικοί δείκτες (Κατάσταση αποτελ/των χρήσης)

Balance Sheet - Assets	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
Cash	11,197	9,693	7,729	6,773	5,318
Accounts Receivables	6,735	6,848	6,977	7,122	7,284
<i>% of Revenues</i>	<i>1%</i>	<i>1%</i>	<i>1%</i>	<i>1%</i>	<i>1%</i>
Inventory	46,458	47,238	48,126	49,126	50,246
<i>% of Revenues</i>	<i>8%</i>	<i>8%</i>	<i>8%</i>	<i>8%</i>	<i>8%</i>
Other current assets	20,861	20,861	20,861	20,861	20,861
Current assets of discontinued operations	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Total current assets	85,251	84,640	83,693	83,882	83,709
Plant and Machinery	115,848	120,144	124,796	129,834	135,293
<i>% of Revenues</i>	<i>20%</i>	<i>20%</i>	<i>21%</i>	<i>21%</i>	<i>22%</i>
Goodwill	28,983	28,983	28,983	28,983	28,983
Other long term assets	23,598	23,598	23,598	23,598	23,598
Total assets	253,680	257,365	261,069	266,297	271,583
Balance Sheet - Liabilities and equity	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
Short term debt	5,072	5,072	5,072	5,072	5,072
Accounts payable	50,840	51,743	52,765	53,913	55,195
<i>% of COGS</i>	<i>12%</i>	<i>12%</i>	<i>12%</i>	<i>12%</i>	<i>12%</i>
Other short term liabilities	38,208	38,208	38,208	38,208	38,208
Total current liabilities	94,120	95,023	96,045	97,193	98,475
Long term debt	52,646	50,592	48,538	47,946	47,354
Other long term liabilities	14,370	14,370	14,370	14,370	14,370
Minority interest	6,823	7,037	7,250	7,462	7,673
Common equity	85,722	90,343	94,866	99,326	103,712
Total liabilities and equity	253,680	257,365	261,069	266,297	271,583
Check	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE	TRUE

Πίνακας 17: Μελλοντικές χρηματοοικονομικές καταστάσεις & βασικοί δείκτες (Ισολογισμός)

5.1.2.1 Προβλέψεις κατάστασης ταμειακών ροών

Βασική προϋπόθεση για την ολοκλήρωση των προβλέψεων αποτελεί η κατάρτιση των μελλοντικών ταμειακών ροών με τα κυριότερα στοιχεία των παραπάνω χρηματοοικονομικών καταστάσεων ούτως ώστε να προσδιοριστούν οι ροές από τις επιχειρησιακές δραστηριότητες, τις επενδύσεις και τη χρηματοδότηση της εταιρείας, καθώς επίσης και οι καταθέσεις κλεισίματος που αποτελούν και τη ρευστότητα που απεικονίζεται στον ισολογισμό.

Παρακάτω παρατίθεται ο πίνακας με τα αντίστοιχα οικονομικά μεγέθη της περιόδου των προβλέψεων.

Cash flow statement	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
Cash flow from operations	26,9	27,3	27,7	28,2	28,7
Consolidated net income from continuing operations	15,2	15,0	14,9	14,8	14,7
Add: Depreciation and amortization	9,6	10,2	10,5	11,0	11,4
Add: Interest expense	2,1	2,2	2,3	2,4	2,6
Add: Increase in accounts payable	1,7	0,9	1,0	1,1	1,3
Add: Increase in other short term liabilities	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Less: Increase in inventory	1,5	0,8	0,9	1,0	1,1
Less: Increase in accounts receivables	0,2	0,1	0,1	0,1	0,2
Less: Increase in other short term assets	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash flow from investment	-16	-14	-15	-16	-17
Less: Capex in plant and machinery	15,6	14,5	15,2	16,0	16,9
Less: Increase in goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash flow from financing	-18	-14	-15	-13	-13
Add: New short term debt to be raised	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Add: New long term debt to be raised	0,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Less: Interest expense	2,1	2,2	2,3	2,4	2,6
Less: Short term debt to be repaid	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Less: Long term debt to be repaid	5,3	7,1	7,1	5,6	5,6
Less: Dividends to be paid to common shareholders	6,2	6,2	6,2	6,2	6,2
Less: Share buyback from common shareholders	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Net cash flows	-6,5	-1,5	-2,0	-1,0	-1,5
Opening cash balance	17,7	11,2	9,7	7,7	6,8
Closing cash balance	11,2	9,7	7,7	6,8	5,3

Πίνακας 18: Μελλοντικές χρηματοοικονομικές καταστάσεις (ταμειακές ροές)

5.1.3 Υπολογισμός μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου (WACC)

Όπως αναφέρθηκε και στο δεύτερο κεφάλαιο της βιβλιογραφικής επισκόπησης, εν ολίγοις, ως μέσο σταθμικό κόστος απασχολούμενου κεφαλαίου νοείται η ελάχιστη απόδοση που αναμένουν τόσο οι επενδυτές όσο και οι δανειστές (χρηματοπιστωτικά ιδρύματα) της επιχείρησης. Με τη στάθμιση του κόστους ιδίων κεφαλαίων και του κόστους δανεισμού, μέσω του WACC, προσδιορίζουμε την απόδοση στην οποία προσβλέπουν τα παραπάνω ενδιαφερόμενα μέρη, ενώ, αποτελεί και το «όχημα» με το οποίο θα απεικονιστούν οι μελλοντικές ταμειακές ροές σε τιμές του σήμερα.

Ωστόσο, σύμφωνα με τον τύπο, για τον υπολογισμό του WACC προέχει ο προσδιορισμός κάποιων ακόμα βασικών στοιχείων τα οποία είναι τα εξής:

5.1.3.1 Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων (K_e)

Σύμφωνα με τον τύπο που αναλύθηκε στο δεύτερο κεφάλαιο της βιβλιογραφικής επισκόπησης, το ποσοστό απόδοσης που αναμένουν οι επενδυτές μπορεί να υπολογιστεί χρησιμοποιώντας την προσέγγιση του μοντέλου Capital Asset Pricing Model (CAPM).

$$K_e = r_f + \beta \times (r_m - r_f)$$

Ειδικότερα,

Ως r_f (risk free rate) προσδιορίζεται η απόδοση που δεν περιλαμβάνει κανέναν κίνδυνο. Ο πιο κατατοπιστικός δείκτης που λήφθηκε για τις ανάγκες της παρούσας εργασίας είναι η μέση απόδοση των αμερικανικών ομολόγων 10ετούς διάρκειας με τις τιμές του πρώτου τριμήνου του 2022. (Bloomberg, 2022)

Ως β νοείται η τάση της κίνησης της τιμής ενός τίτλου σε σχέση με το σύνολο της χρηματιστηριακής αγοράς, που χρησιμοποιείται για να αποτυπώσει τον πιθανό κίνδυνο. Στην παρούσα εργασία και δεδομένου της θέσης της εταιρείας Walmart στις χρηματιστηριακές αγορές, ο συντελεστής β αντλήθηκε από διεθνείς βάσεις δεδομένων.

Ως $r_m - r_f$ θεωρείται το ασφάλιστρο κινδύνου (risk premium) για το οποίο λήφθηκε υπόψιν ο αντίστοιχος δείκτης της αμερικανικής αγοράς. (Damodaran, 2021)

Αντικαθιστώντας τις αντίστοιχες τιμές στον παραπάνω τύπο ισχύει $K_e = 10,5\%$

5.1.3.2 Κόστος δανεισμού (K_d)

Ο υπολογισμός του κόστους δανεισμού πραγματοποιείται διαιρώντας τους τόκους με το άθροισμα του βραχυπρόθεσμου και μακροπρόθεσμου δανεισμού μετά φόρων. Πιο συγκεκριμένα, για την εταιρεία Walmart και το κόστος δανεισμού ισχύει $K_d = 2,3\%$.

5.1.3.3 Υπολογισμός WACC

Λαμβάνοντας υπόψιν τα παραπάνω στοιχεία, τον φορολογικό συντελεστή και την αναλογία ιδίων κεφαλαίων και χρέους είναι εφικτή η εφαρμογή του παρακάτω τύπου.

$$WACC = \left[\frac{D}{D+E} \times K_d \times (1 - t) \right] + \left[\frac{E}{D+E} \times K_e \right] = 4,11\%$$

Παρακάτω παρατίθεται το μοντέλο που δημιουργήθηκε στο περιβάλλον του Microsoft Excel για τις ανάγκες υπολογισμού του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου.

WACC Calculation	
Target Capital Structure	
Debt-to-Total Capitalization	78%
Equity-to-Total Capitalization	22%
Cost of Debt	
Cost-of-Debt	3,5%
Tax Rate	33,3%
After-tax Cost of Debt	2,3%
Cost of Equity	
Risk-free Rate (1)	2,7%
Market Risk Premium (2)	4,2%
Levered Beta	0,55
Size Premium (3)	5,5%
Cost of Equity	10,5%
WACC	4,11%

Πίνακας 19: Υπολογισμός μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου (WACC)

5.1.4 Υπολογισμός ελεύθερων ταμειακών ροών (FCFF)

Για τον προσδιορισμό των ελεύθερων ταμειακών ροών θα αξιοποιηθεί σε μεγάλο βαθμό ό,τι έχει παρουσιαστεί στις προηγούμενες ενότητες και αφορά ιστορικά και μελλοντικά οικονομικά στοιχεία.

Πιο συγκεκριμένα, η πρώτη συνιστώσα των ελεύθερων ταμειακών ροών είναι ο υπολογισμός του λειτουργικού ταμειακού κέρδους (operating cash profit) ακολουθώντας τη λογική των ανωτέρω προβλέψεων για τα 5 χρόνια της περιόδου των οικονομικών υποθέσεων. Ακολουθώντας, το επόμενο στοιχείο που πρέπει να καταγραφεί αφορά τα λειτουργικά έξοδα της εταιρείας που προκύπτει τόσο από το κόστος πωληθέντων (COGS) όσο και τα έξοδα πώλησης, γενικά και διοικητικά (SG&A), των οποίων το άθροισμα αφαιρείται από τις πωλήσεις και οδηγεί στα έσοδα προ τόκων και φόρων (EBIT). Στη συνέχεια, υπολογίζονται οι φορολογικές υποχρεώσεις επί του λειτουργικού κέρδους (EBIT) για το εκάστοτε οικονομικό έτος της μελλοντικής περιόδου οι οποίοι αφαιρούμενοι από τα έσοδα προ τόκων και φόρων οδηγούν στα καθαρά λειτουργικά κέρδη πλην των προσαρμοσμένων φόρων (NOPLAT). Ολοκληρώνοντας το πρώτο στάδιο του υπολογισμού, προστίθενται τα έξοδα αποσβέσεων τα οποία αποτελούν μη νομισματική δαπάνη χωρίς να επηρεάζουν στην πραγματικότητα τη ρευστότητα, προκειμένου να υπολογισθούν τα λειτουργικά ταμειακά κέρδη μετά φόρων (post tax operating profit).

Ακολουθεί ο πίνακας που έχει δημιουργηθεί στο περιβάλλον του Microsoft Excel που αποτυπώνει τους παραπάνω υπολογισμούς.

Operating cash profit calculation	FY2022E	FY2023E	FY2024E	FY2025E	FY2026E
Revenues	577,9	587,6	598,7	611,1	625,0
Less: Operating expenses (COGS + SGA)	543,4	552,8	563,5	575,5	588,9
Less: Depreciation	9,6	10,2	10,5	11,0	11,4
Earnings before interest and tax (EBIT)	24,9	24,7	24,6	24,7	24,7
Less: Operating taxes	8,3	8,2	8,2	8,2	8,2
Post tax operating profit (NOPLAT)	16,6	16,4	16,4	16,4	16,5
Add: Depreciation	9,6	10,2	10,5	11,0	11,4
Post tax operating cash profit	26,2	26,6	27,0	27,4	27,9

Πίνακας 20: Υπολογισμός λειτουργικών ταμειακών κερδών μετά φόρων

Έχοντας εξετάσει τον υπολογισμό του λειτουργικού ταμειακού κέρδους από τον παραπάνω πίνακα, το ενδιαφέρον μεταφέρεται ακολούθως στον δεύτερο υπολογισμό, που αφορά τις νομισματικές λειτουργικές επενδύσεις που επηρεάζουν την ρευστότητα της επιχείρησης. Συνεπώς, προκειμένου να υπολογιστούν οι ελεύθερες ταμειακές ροές πρέπει από το λειτουργικό ταμειακό κέρδος να αφαιρεθούν οι λειτουργικές ταμειακές επενδύσεις.

Αναλυτικότερα, στο πλαίσιο των λειτουργικών ταμειακών επενδύσεων (operating cash investment) υπάρχουν τα εξής δύο σημαντικά στοιχεία:

- 1) *Οι κεφαλαιουχικές δαπάνες*, οι οποίες αφορούν επενδυτικές δαπάνες που θα συμβάλλουν άμεσα στα συνολικά έσοδα και κέρδη της εταιρείας και έχουν ήδη υπολογιστεί από την μελλοντική κατάσταση ταμειακών ροών σε προηγούμενο πίνακα; και
- 2) *Η μεταβολή στο κεφάλαιο κίνησης*. Επένδυση κεφαλαίου κίνησης ονομάζεται η επένδυση που εξυπηρετεί την κάλυψη των βραχυπρόθεσμων αναγκών της εταιρείας. Κάθε αύξηση στο κεφάλαιο κίνησης από ένα οικονομικό έτος στο ακόλουθο, αποτυπώνει την ανάγκη επιπλέον επένδυσης από την εταιρεία ούτως ώστε να καλύψει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της και, ως εκ τούτου, αντιμετωπίζεται σαν λειτουργική ταμειακή επένδυση. Το κεφάλαιο κίνησης υπολογίζεται ως η διαφορά μεταξύ του λειτουργικού κυκλοφορούν ενεργητικού (απαιτήσεις, αποθέματα και λοιπά κυκλοφορούντα στοιχεία) και των λειτουργικών βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων (λογαριασμοί πληρωτέοι και λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις). Επειδή στόχος είναι να βρεθεί η όποια αύξηση ή μείωση στο κεφάλαιο κίνησης, είναι απαραίτητο να υπολογιστεί η διαφορά από ένα οικονομικό έτος στο επόμενο ξεκινώντας από το 2021 προκειμένου να προσδιοριστεί η μεταβολή το πρώτο έτος (2022) της περιόδου των προβλεψεων.

Συνεπώς, ο προσδιορισμός των λειτουργικών ταμειακών επενδύσεων δεν είναι άλλος από το άθροισμα των κεφαλαιουχικών δαπανών και την μεταβολή του κεφαλαίου κίνησης, υπολογισμός που απεικονίζεται και στον παρακάτω πίνακα.

Operating cash investments	FY2022E	FY2023E	FY2024E	FY2025E	FY2026E
Capital expenditures investments	15,6	14,5	15,2	16,0	16,9
Working Capital	-15,0	-15,0	-15,0	-15,0	-15,0
Variation in working capital	0,03	-0,01	-0,01	0,00	0,00
Operating cash investments	15,7	14,5	15,2	16,0	16,9

Πίνακας 21: Υπολογισμός λειτουργικών ταμειακών επενδύσεων

Τέλος, οι ελεύθερες ταμειακές ροές (FCFF) ορίζονται ως η διαφορά μεταξύ των λειτουργικών ταμειακών κερδών μετά φόρων και των λειτουργικών ταμειακών επενδύσεων όπως αποτυπώνεται στον τύπο και τον πίνακα που ακολουθεί.

$$\text{FCFF} = \text{Post Tax Operating Cash Profit} - \text{Operating Cash Investments}$$

Free cash flow to firm	FY2022E	FY2023E	FY2024E	FY2025E	FY2026E
FCFF	10,6	12,2	11,8	11,4	11,0

Πίνακας 22: Αποτελέσματα ελεύθερων ταμειακών ροών

5.1.5 Προεξόφληση ταμειακών ροών

Έπειτα από τις παραπάνω ενέργειες που στόχο είχαν τον προσδιορισμό των ελεύθερων ταμειακών ροών ακολουθεί η διαδικασία προεξόφλησης των συγκεκριμένων μελλοντικών οικονομικών μεγεθών και τη μετατροπή τους σε όρους παρούσας αξίας. Για τη διαδικασία αυτή είναι απαραίτητο να υπολογιστεί ένας μοναδικός συντελεστής προεξόφλησης για κάθε έτος της προβλεπόμενης περιόδου και έπειτα να πολλαπλασιαστεί με τις μελλοντικές ταμειακές ροές του αντίστοιχου έτους. Με τον τρόπο αυτό υπολογίζεται η παρούσα αξία των ελεύθερων ταμειακών ροών για κάθε οικονομικό έτος. Αναλυτικότερα, εφαρμόζεται ο τύπος της προεξόφλησης που αναλύθηκε σε ενότητα της βιβλιογραφικής επισκόπησης ενώ τα αποτελέσματα απεικονίζονται στον πίνακα που ακολουθεί.

Present value of future cash flows	FY2022E	FY2023E	FY2024E	FY2025E	FY2026E
Years from current	1	2	3	4	5
Discount factor	0,96	0,92	0,89	0,85	0,82
Present value of FCFF	10,1	11,2	10,4	9,7	9,0

Πίνακας 23: Προεξόφληση ταμειακών ροών σε όρους παρούσας αξίας

5.1.5.1 Terminal growth rate (g)

Ολοκληρώνοντας την διαδικασία προεξόφλησης των ταμειακών ροών ακολουθεί ο υπολογισμός της υπολλειματικής αξίας η οποία αποτελεί την αξία της επιχείρησης πέραν της προβλεπόμενης περιόδου που οι ταμειακές ροές μπορούν να υπολογιστούν. Για τον λόγο αυτό, αναγνωρίζεται η ανάγκη ορισμού ενός ρυθμού ανάπτυξης πέρα από την περίοδο των προβλέψεων (terminal growth rate). Εξαιτίας της δυσκολίας εξεύρεσης ενός ρυθμού ανάπτυξης για το διάστημα μετά την περίοδο προβλέψεων, η καλύτερη πρακτική αποτελεί είτε ο ορισμός ποσοστιαίας μεταβολής ίσης με τον μέσο όρο της τελευταίας πενταετίας, είτε ίσος με τον μακροπρόθεσμο ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ της χώρας από την οποία λαμβάνει το μεγαλύτερο μέρος των εσόδων της. Εξαιτίας της αρνητικής τιμής του ονομαστικού ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ στις Ηνωμένες Πολιτείες σε αντίθεση με τη σταθερή αύξηση των εσόδων της εταιρείας τα τελευταία χρόνια, προτιμήθηκε η περίπτωση της θετικής ετήσιας ποσοστιαίας μεταβολής των εσόδων η οποία ανέρχεται στο 2%,

5.1.6 Υπολογισμός υπολλειματικής αξίας (Terminal Value)

Σε συνέχεια του υπολογισμού όλων των απαραίτητων οικονομικών στοιχείων για τον υπολογισμό της υπολλειματικής αξίας δύναται να εφαρμοστεί ο παρακάτω τύπος:

$$TV = \frac{FCFF_{year\ 2026} \times (1 + g)}{(WACC - g)}$$

Αντικαθιστώντας με τις κατάλληλες τιμές τις μεταβλητές στον παραπάνω τύπο της υπολλειματικής αξίας ισχύει ότι:

$$TV = \$532,5 \text{ δις}$$

Παρομοίως, όπως ακριβώς μετατράπηκαν όλες οι μελλοντικές αξίες σε όρους παρούσας αξίας, το ίδιο θα πρέπει να ακολουθηθεί και στον υπολλειματική αξία. Επομένως, η παρούσα αξία της υπολλειματικής αξίας είναι το αποτέλεσμα πολλαπλασιασμού της και του συντελεστή προεξόφλησης του τελευταίου έτους το οποίο και αντιπροσωπεύει. Συνεπώς, ισχύει:

$$\text{Παρούσα αξία της υπολλειματικής αξίας} = \$532,5 \text{ δις} * 0,82 = \$435,4 \text{ δις}$$

5.1.7 Υπολογισμός αξίας επιχείρησης (Enterprise Value) και μετοχικού κεφαλαίου (Equity Value)

Στο σημείο αυτό, μετά την ολοκλήρωση των παραπάνω υπολογισμών που αφορούν την παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών και της παρούσας υπολλειματικής αξίας, δίνεται η δυνατότητα να υπολογιστούν τα κύρια οικονομικά μεγέθη που προσδιορίζουν την αξία της εταιρείας. Επομένως, ο υπολογισμός της αξίας της εταιρείας (Enterprise Value) πραγματοποιείται με το άθροισμα των ταμειακών ροών σε τιμές του σήμερα (present value of FCFF) και της παρούσας αξίας της υπολλειματικής αξίας (present value of TV).

$$\text{Αξία εταιρείας (Enterprise Value)} = \$485,9 \text{ δις}$$

Στη συνέχεια, για τον προσδιορισμό της αξίας του μετοχικού κεφαλαίου του ομίλου (Equity value) απαιτείται η αφαίρεση του καθαρού χρέους (Net Debt) και των δικαιωμάτων μειοψηφίας (minority interest). Στον πίνακα που ακολουθεί απεικονίζονται τα οικονομικά μεγέθη και οι υπολογισμοί που οδηγούν στην αξία μιας εταιρείας που είναι διαθέσιμη στους ιδιοκτήτες ή τους μετόχους.

$$\text{Αξία μετοχικού κεφαλαίου (Equity Value)} = \$415,7 \text{ δις}$$

Enterprise value (EV) for Walmart	485,9
Less: Short term debt	5,3
Less: Long term debt	58,0
Less: Other long term liabilities	14,4
Add: Cash and cash equivalents	17,7
Add: Other long term assets	23,6
Consolidated equity value	449,6
Less: Value of minority interest	33,9
Walmart's equity value	415,7

Πίνακας 24: Υπολογισμός αξίας της εταιρείας και μετοχικού κεφαλαίου

Επομένως, η αξία της εταιρείας διαθέσιμη στους μετόχους υπολογίστηκε \$415,7 δις η οποία αποτελεί τη συνολική αξία της Walmart. Προκειμένου να καταλήξουμε στην αξία του μετοχικού κεφαλαίου ανά μετοχή θα πρέπει να διαιρεθεί το μετοχικό κεφάλαιο με τον συνολικό αριθμό μετοχών σε κυκλοφορία που είναι δημοσιευμένος και σύμφωνα με την έκθεση της Walmart είναι 2,8 δις.

Η «δίκαιη» αξία της μετοχής για την Walmart Inc. πραγματοποιώντας τους παραπάνω υπολογισμούς ανέρχεται στα **\$146**, τιμή η οποία είναι κατά 8% χαμηλότερη από την αξία της μετοχής της εταιρείας που διαπραγματεύεται στις χρηματαγορές. Ακολουθεί ο πίνακας με τις τιμές που αναφέρθηκαν παραπάνω:

Total shares outstanding (bn)	2,8
Walmart's equity value per share	146,0
Current market price	159,3
Gap	-8%

Πίνακας 25: Τιμή της μετοχής της Walmart Inc.

5.1.8 Ανάλυση ευαισθησίας

Σε αυτή την τελευταία ενότητα του υποδείγματος αποτίμησης προεξοφλημένων ταμειακών ροών θα διαπιστωθεί η ευαισθησία της τιμής της μετοχής της Walmart σε δύο σημαντικές μεταβλητές. Η πρώτη αφορά τον ρυθμό ανάπτυξης (g) και βρίσκεται στον οριζόντιο άξονα του πίνακα που ακολουθεί και η δεύτερη το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC) αντίστοιχα στον κάθετο άξονα. Ο λόγος που επιλέγονται οι συγκεκριμένες δύο μεταβλητές προέρχεται από την στενή εξαρτησή τους από το μικροοικονομικό και μακροοικονομικό περιβάλλον τα οποία συχνά δημιουργούν διακυμάνσεις στις επιχειρήσεις και την οικονομία εν γένει.

Η διαδικασία αυτή αποτελεί ένα θεμελιώδες κομμάτι της αποτίμησης επιχειρήσεων, καθώς, κατ'αυτόν τον τρόπο «στρεσσάρονται» υπό μία έννοια οι προβλέψεις που έχουν πραγματοποιηθεί και, στις οποίες έχει βασιστεί το μοντέλο, ούτως ώστε να αποδώσουν τα αντίστοιχα αποτελέσματα σε ενδεχόμενες μεταβολές και αλλοιώσεις των υποθέσεων.

Ο ρυθμός ανάπτυξης (g) ορίστηκε στο μοντέλο υπολογισμού του Microsoft Excel ότι δύναται να μεταβληθεί μέχρι και μία ποσοστιαία μονάδα από την ήδη υπάρχουσα

πρόβλεψη, δεδομένης της σταθερότητας που έχει επιδείξει η εταιρεία τις τελευταίες δεκαετίες όσον αφορά την ανάπτυξή της. Συνεπώς, ο δείκτης κυμαίνεται από 1% έως 3%.

Αναφορικά με το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου ορίστηκαν ανάλογες τιμές με εύρος από 3,1% έως 5,1%. Είναι γεγονός, ότι, αν προκύψει επιδείνωση στις συνθήκες της αγοράς, σε αντίθεση με τις υπάρχουσες προβλέψεις, αυτό αυτόματα θα οδηγούσε σε αύξηση του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου, ενώ αντίθετα, μια ενδεχόμενη εξομάλυνση των συνθηκών σε σχέση με τις προβλέψεις θα απέδιδε μείωση στο συγκεκριμένο δείκτη.

Για τις περιπτώσεις που περικλείονται στις παραπάνω παραδοχές, κρίνεται αναγκαία η συμπλήρωση του πίνακα που ακολουθεί με τους εν δυνάμει συνδυασμούς των αναφερθέντων μεταβλητών και την απόδοσή τους σε όρους «δίκαιης» αξίας μετοχής.

		Terminal Growth Rate				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
WACC	3,1%	152,7	199,8	289,7	529,5	3166,7
	3,6%	121,2	149,7	195,9	284,0	519,2
	4,1%	99,6	118,3	146,0	190,8	276,1
	4,6%	84,5	97,9	116,4	143,8	188,2
	5,1%	72,9	82,8	95,9	114,1	140,9

Πίνακας 25: Ανάλυση ευαισθησίας μετοχής

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

Συμπεράσματα

6.1 Σχολιασμός σχετικά με το αποτέλεσμα

6.1.1 Σχόλια σχετικά με την πορεία της επιχείρησης

Η Walmart εδώ και περισσότερο από μισό αιώνα παρουσιάζει ιδιαίτερα ισχυρά και σταθερά οικονομικά μεγέθη. Έχοντας πραγματοποιήσει πάνω από 10 φορές διάσπαση μετοχών από την αρχική δημόσια προσφορά της (IPO) – τελευταία φορά το 1999 - καταφέρνει συνεχώς να επιστρέφει αξία στους επενδυτές της διπλασιάζοντας την αξία της μετοχής της ή και ακόμα περισσότερο. Τούτου λεχθέντος, θα ήταν σημαντική παράλειψη να μην τονιστεί πως το ηλεκτρονικό εμπόριο έχει αποσπάσει ένα σημαντικό μερίδιο από τα κέρδη της εταιρείας. Παρ' όλ' αυτά, την περίοδο 2014-2015 που η εταιρεία αγωνιζόταν για να αντιμετωπίσει τον ανταγωνισμό, η μετοχή της έπεσε από τα περίπου \$90 στα \$58 σε ένα διάστημα 8 μηνών. Εντούτοις, διατηρώντας το γιγαντιαίο αποτύπωμά της, αντιλαμβανόμενη την επιτακτική ανάγκη αλλαγών κατάφερε να επανέλθει, ούτως ώστε να ανταγωνιστεί την ολοένα και πιο «άγρια» ανάπτυξη των επιχειρηματικών μοντέλων που θέλουν την δραστηριότητα του λιανικού εμπορίου να εγκαθιδρύεται στο διαδίκτυο (βλ. Amazon).

Σε αυτή την τροχιά, ιδιαίτερα θετική αντανάκλαση είχε το γεγονός ότι η εταιρεία εκμεταλλευόμενη την τεράστια παρουσία μέσω των 3.800 φυσικών καταστημάτων της, έπειτα από ανακοίνωσή της το 2019, τα χρησιμοποίησε ως κέντρα διανομής μειώνοντας κατακόρυφα το κόστος αποστολής και ταυτόχρονα βελτιώνοντας την απόδοσή της. Έκτοτε, με τις δυναμικές στρατηγικές αποφάσεις της ηγεσίας, τις ανάλογες κεφαλαιουχικές επενδύσεις, καθώς επίσης και την πανδημία η οποία κάθε άλλο παρά αρνητικά επηρέασε την εταιρεία, η Walmart είναι σε ανοδική τροχιά διατηρώντας την ταυτότητα της ως «blue-chip company».

Επεκτείνοντας τον συλλογισμό μας, θα λέγαμε ότι παρά το προαναφερθέν άλμα στο διαδικτυακό περιβάλλον, που αποτελεί σαφώς μία κίνηση προσαρμογής και εκσυγχρονισμού σε αυτό το ταχέως μεταβαλλόμενο περιβάλλον, η Walmart παραμένει σε

ένα οικοσύστημα άκρως ανταγωνιστικό με το διαδικτυακό λιανεμπόριο σε απόλυτη κυριαρχία. Με αυτά τα δεδομένα, το εγχείρημα για κάθετη αλλαγή στο επιχειρηματικό μοντέλο της εταιρείας διατηρεί έναν μεγάλο βαθμό δυσκολίας εξαιτίας του κολοσσιαίου της μεγέθους, όπως επίσης και το γεγονός ότι η δραματική ανάπτυξη μίας εταιρείας που ήδη έχει έσοδα περισσότερα από \$572 δις δεν είναι ιδιαίτερα ρεαλιστική. Ωστόσο, αν δεν μπορεί να δελεάσει με την κατακόρυφη άνοδο στο βραχυπρόθεσμο ή μακροπρόθεσμο μέλλον όπως άλλες εταιρείες τεχνολογίας και μεγάλης ανάπτυξης, έχει σίγουρα αποδείξει την επιτυχία και αναγνωρισιμότητα του brand και μπορεί να παρέχει ένα διαρκές επίπεδο σταθερότητας.

6.1.2 Αποτέλεσμα της αποτίμησης

Σύμφωνα με το υπόδειγμα που χρησιμοποιήθηκε για την αποτίμηση της εταιρείας Walmart, το οποίο βασίστηκε στη μέθοδο των «προεξοφλημένων ελεύθερων ταμειακών ροών» (Discount Cashflow Model), καταλήξαμε στη δίκαιη τιμή που αντιστοιχεί στη μετοχή της εταιρείας. Πιο συγκεκριμένα, με βάση τις προβλέψεις, οι οποίες ορίστηκαν σε 5 μελλοντικά έτη και, εφαρμόζοντας την συγκεκριμένη μέθοδο αποτίμησης, η τιμή της μετοχής για την εταιρεία Walmart Inc. διαμορφώθηκε στα **\$146**. Αντίστοιχα, η αξία του μετοχικού κεφαλαίου ανέρχεται στα **\$415,7 δις**.

Η τιμή διαπραγμάτευσης της μετοχής στις χρηματαγορές στις 20/04/2022 όπου έγινε και η αποτίμηση της εταιρείας ήταν ίση με **\$159,3** κάνοντας δυναμική άνοδο από τον Οκτώβριο του 2021 όπου η τιμή της μετοχής ήταν ίση με \$137. Συγκριτικά με την τιμή της αποτίμησης τα στοιχεία που παρουσιάζονται αποτυπώνουν την τρέχουσα τιμή της μετοχής ελαφρώς υπερτιμημένη κατά 8%.

Επίσης, την συγκεκριμένη ημερομηνία η κεφαλαιοποίηση της εταιρείας ήταν ίση με **\$434 δις**. Αυτά τα οικονομικά μεγέθη καθιστούν την Walmart ως την 14^η πιο πολύτιμη εταιρεία σύμφωνα με τα στοιχεία στις διεθνείς βάσεις δεδομένων.

Ωστόσο, τα ανωτέρω εντυπωσιακά οικονομικά μεγέθη και οι επιδόσεις οι οποίες παρουσιάστηκαν σε προηγούμενα κεφάλαια κάθε άλλο παρά τυχαίες είναι, ενώ αποδεικνύουν τις εύστοχη διαχείριση από την πλευρά της ηγεσίας. Τέλος, στο μέλλον η Walmart αναμένεται να συνεχίσει να κατέχει κυρίαρχη θέση, ιδιαίτερα, στους παράγοντες που την έχουν καταστήσει εταιρεία κολοσσό και δεν είναι άλλοι από την τιμή και την τοποθεσία.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ξένη Αρθρογραφία

- 1) Andrikopoulos, A., (2015). Truth and financial economics: A review and assessment. *International Review of Financial Analysis*, 39, 186–195.
- 2) Auer, R., Burstein, A., and Lein S. M., (2021). Exchange Rates and Prices: Evidence from the 2015 Swiss Franc Appreciation. *American Economic Review*, 111(2): 652-86.
- 3) Atkinson, G. (2000). Measuring corporate sustainability, *Journal of Environmental Planning and Management*, 43(2), 235–252.
- 4) M. S. Balaji & Sanjit Kumar Roy (2017) Value co-creation with Internet of things technology in the retail industry, *Journal of Marketing Management*, 33, 7-31.
- 5) Bauer, H.H. and Hammerschmidt, M. (2005), Customer - based corporate valuation: Integrating the concepts of customer equity and shareholder value, *Management Decision*, 43(3), 331-348.
- 6) Beckers, J., Weekx, S., Beutels, P. and Verhetsel, A., (2021). COVID-19 and retail: The catalyst for e-commerce in Belgium?. *Journal of Retailing and Consumer Services*, 62, 102-105.
- 7) De Villiers, J.U. (1991). 'The distortions in economic value added (EVA) caused by inflation', *Journal of Economics and Business*, 49(3), 285-300
- 8) Dierks, P.A. & Patel, A. (1997). 'What is EVA, and how can it help your company?' *Management Accounting*, 79(5), 52-58.
- 9) Figge, F., & Hahn, T. (2005). The Cost of Sustainability Capital and the Creation of Sustainable Value by Companies, *Journal of Industrial Ecology*. 9(4), 47-58
- 10) Inman, J. J. and Nikolova, H., (2017). Shopper-Facing Retail Technology: A retailer adoption decision framework incorporating shopper attitudes and privacy concerns, *Journal of Retailing*, 93(1), 7-28.

- 11) Naidoo, M. and Gasparatos, A., (2018). *Corporate environmental sustainability in the retail sector: Drivers, strategies and performance measurement*. Journal of Cleaner Production, 203, 125-142
- 12) Shah, R., Haldar, A. and Nageswara Rao, S., (2016). Economic value added: Corporate performance measurement tool. *Corporate Board role duties and composition*, 11(1), 47-58.
- 13) Woudstra, U., Berghout, E., Tan, C.-W., van Eekeren, P., & Dedene, G. (2017). Resource Complementarity and IT Economies of Scale: Mechanisms and Empirical Evidence. *Information Systems Management*, 34(2), 185–199.
- 14) Zhang, W., (2021). The Approach of Major Players in Retail in Expanding Their Operations into Developing Markets – Taking Walmart as an Example. *Journal of Contemporary Educational Research*, 5(9), 55-60.

Ξένη Βιβλιογραφία

- 15) Brealey, R., Myers, S. and Marcus, A., (2007). *Fundamentals of corporate finance*. Hill Edition
- 16) Copeland, T., Koller, T. & Murrin, J. (2000). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, Wiley & Sons, New York.
- 17) Dallochio, M. and Salvi, A., (2011). *Finanza aziendale I*. Milano: EGEEA.
- 18) Dallochio, M., Lucchini, G. and Scarpelli, M., (2013). *Mergers & acquisitions*. Milano, EGEEA.
- 19) Dallochio, M., Lucchini, G., Pirrone, C. and Schot, B., (2021). *Mergers & acquisitions*. 2nd ed. Milano: EGEEA.
- 20) Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- 21) Damodaran, A., (2014). *Valutazione delle aziende*. Santarcangelo di Romagna: Maggioli.

- 22) Damodaran, Aswath., (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. 2nd ed. New York: Wiley,
- 23) Fernandez, P. (2007). *Company Valuation Methods: The most Common Errors in Valuations*, IESE Business School, Barcelona.
- 24) Ferrara, L., (2010). *Che cosa è e come si legge il bilancio*. 3rd ed. Milano: Gruppo 24 Ore.
- 25) Guatri, L, *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Milano, Egea, (1998), p.38.
- 26) Guatri, L. and Bini, M., (2009). *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*. Milano: Egea.
- 27) IMA ., (1997). *Measuring and Managing Shareholder Value Creation*. Institute of Management Accountants.
- 28) Mankiw, N., Taylor, M. and Ashwin, A., (2019). *Business economics*. Andover: Cengage Learning.
- 29) UEC – Union Europeene des experts comptables, économiques et financiers., (1961). *L'Evaluation des entreprises et parts d'entreprises: Règles formulées par la Commission spéciale U.E.E*, Malakoff
- 30) Stewart, G.B., (1991). *The Quest for Value: the EVAT M Management Guide*. Harper Business, New York
- 31) Vasilescu, L. & Popa, A., (2011). *Economic Value Added: Pros and Cons. Finance - Challenges of the Future*, Craiova

Ελληνική Βιβλιογραφία

- 1) Αποστολόπουλος Ι. Ν., (2007). Ειδικά θέματα Χρηματοδοτικής Διοικήσεως, Μέθοδοι, Εργαλεία, Εφαρμογές, Εκδόσεις Αθ. Σταμούλης, Αθήνα
- 2) Καραθανάσης, Γ. Α., (2002). Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων, σελ 55-57, Εκδόσεις Κυριακίδης.
- 3) Νούλας Α. (2015). Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Επενδυτικές και Χρηματοδοτικές Αποφάσεις. Θεσσαλονίκη.

Ηλεκτρονικές πηγές

- 1) Blanchflower, D., & Bryson, A. (2021). The Economics of Walking About and Predicting US Downturns. *The Economics of Walking About and Predicting US Downturns*. <https://doi.org/10.3386/w29372> [Accessed 30/04/2022]
- 2) Kokemuller, N., (2019). *What Are the Causes of a Decrease in Gross Profit Margin?*. Available at: <https://smallbusiness.chron.com/causes-decrease-gross-profit-margin-80437.html> [Accessed 05/02/2022]
- 3) Lenard, M., (2017). *Whole Foods Case Analysis*, Writing Across the Curriculum. 18. Available at: http://digitalcommons.sacredheart.edu/wac_prize/18 [Accessed 29/04/2022]
- 4) “Walmart 10K”., (2021) Security and exchange Commission, Available at: <http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/104169/000010416915000011/wmtform10-kx13115.htm> [Accessed 12/03/2022]