



# μικρομεσαίες

## ΑΡΘΡΟ



Των Χρήστου Ρούση

M.Sc. in Economics, μέλος του International Business Brokers Association IBBA® και του M&A Network in Corporate Finance in Europe®, ιδρυτής της deals&DEALS και του «www.e.dealsAndDEALS.eu», portal Καταχώρησης Επιχειρήσεων προς Πώληση.



και Γιάννη Εμπέογλου

ποτοποιημένου μεσολαβητή Επιχειρήσεων (CBI) από το International Business Brokers Association (IBBA), ιδρυτής της εταιρείας Synapsis και συγγραφέα του βιβλίου «Πόσο αξίζει μία επιχείρηση;».

**Ο** Χρήστος Ρούσης αναφέρει: Μία επιχείρηση είναι μία επένδυση και ως επένδυση αφορά τη δέσμευση ενός κεφαλαίου με σκοπό την εξασφάλιση κέρδους. Η αξία μιας επιχείρησης σχετίζεται με την ικανότητά της να παράγει, τώρα και στο μέλλον, καθαρό κέρδος/εισόδημα για τους μετόχους της.

Η ικανότητα αυτή να παράγει κέρδος/εισόδημα, τώρα και στο μέλλον, επηρεάζεται από πολλούς εσωτερικούς και εξωτερικούς παράγοντες. Επειδή η επιχείρηση λειτουργεί μέσα σε ένα συνεχώς μεταβαλλόμενο περιβάλλον, η ικανότητά της να παράγει κέρδος/εισόδημα είναι στενά συνδεδεμένη με τους ακόλουθους εσωτερικούς παράγοντες: α) τους ανθρώπους της β) τις δομές και τα συστήματά της γ) τις διαδικασίες και τον τρόπο οργάνωσή της δ) τη στρατηγική που έχει αποφασίσει να ακολουθήσει ε) τα απορρέοντα από αυτά πελατολόγιο, έσοδα και κέρδη, οι οποίοι μαζί με μία σειρά από εξωτερικούς παράγοντες όπως:

α) το μέγεθος και οι προοπτικές του κλάδου, β) ο αριθμός και η δύναμη των ανταγωνιστών και γ) το μακροοικονομικό περιβάλλον διαμορφώνουν την τελική ικανότητά της να παράγει κέρδος/εισόδημα ή αλλιώς να δημιουργεί αξία. Επειδή όλοι οι παραπάνω παράγοντες μεταβάλλονται με το χρόνο, είναι σαφές ότι η αξία μία επιχείρησης στο χρόνο μεταβάλλεται.

Τα παραπάνω εξηγούν γιατί μία επιχείρηση ενώ δεν έχει κέρδη ή ακόμα και στην περίπτωση που έχει ζημιές, παρ' όλα αυτά μπορεί να έχει μία σημαντική αξία αφού οι παράγοντες εκείνοι που επηρεάζουν την αξία της εξακολουθούν να υπάρχουν και διασφαλίζουν τις προοπτικές και τη μελλοντική πορεία της επιχείρησης. Όλα αυτά κάνουν σαφές ότι η αξία της επιχείρησης σχετίζεται περισσότερο με την ικανότητά της να παράγει κέρδη παρά με τη σημερινή της παρουσία.

Κάνοντας ένα βήμα παραπέρα, πρέπει να πούμε ότι η αξία μιας επιχείρησης δεν είναι ανάλογη της κερδοφορίας, γεγονός που είναι αυτονόητο γιατί αλλιώς η αποτίμηση θα ήταν ένας απλός μαθηματικός τύπος (3-5 φορές τα κέρδη). Η αξία δεν σχετίζεται τόσο με τα κέρδη όσο με τις ταμειακές ροές. Στη μέχρι τώρα αναφορά μας για εισόδημα αναφερθήκαμε σε ταμειακές ροές και όχι σε κέρδη. Με τον όρο ταμειακές ροές εννοούμε την καθαρή εισροή χρημάτων στους συνεισφέροντες κεφάλαια στην επιχείρηση (μετόχους και δανειστές). Η έννοια της ελεύθερης ταμειακής ροής διαφοροποιείται από τα κέρδη στο γεγονός ότι μία επιχείρηση μπορεί να έχει κέρδη αλλά αυτά να τα επενδύσει σε διάφορα σημεία μέσα στην επιχείρηση (π.χ. σε πάγια, σε αποθέματα, σε αποπληρωμή προμηθευτών, σε πιστώσεις σε πελάτες, κ.λπ.).

Οι βασικές μεθοδολογίες που χρησιμοποιούνται για την αποτίμηση μιας μεσαίας ή μεγάλης επιχείρησης είναι οι παρακάτω: Α. Η μέθοδος της προεξόφλησης των μελλοντικών ελεύθερων ταμειακών ροών. Β. Η μέθοδος της Λογιστικής Καθαρής/Πραγματικής Θέσης, στηριζόμενη στην αναπροσαρμογή της Καθαρής Θέσης και τον υπολογισμό τυχόν υπεραξιών από ακίνητα και μηχανήματα. Γ. Η συγκριτική αποτίμηση βάσει «Πολλαπλασίων Δεικτών» της αγοράς εισηγμένων «συγκρίσιμων» εταιρειών. Δ. Η μέθοδος των Παρόμοιων Συναλ-

λαγών, η οποία βρίσκει εφαρμογή όταν από αντίστοιχες εξαγορές και συγχωνεύσεις στην εγχώρια και διεθνή αγορά τα τιμήματα που καταβλήθηκαν μπορούν να συγκριθούν με την προς αποτίμηση εταιρεία.

### Προεξοφλημένες ταμειακές ροές

Η μέθοδος αυτή έχει μία ιδιαίτερη βαρύτητα στις περισσότερες των περιπτώσεων και είναι η πλέον αποδεκτή και επικρατούσα μεθοδολογία αποτίμησης επιχειρήσεων, επενδυτικών προτάσεων και άυλων περιουσιακών στοιχείων. Είναι μία μέθοδος που: 1. καταφέρνει να συσχετίσει τα υπάρχοντα οικονομικά δεδομένα με την αξία, 2. έχει ένα σοβαρό θεωρητικό υπόβαθρο και η ορθότητά της έχει αποδειχθεί από στατιστικές μελέτες, 3. είναι πολύ πιο αξιόπιστη από οποιοδήποτε άτυπο κανόνα. Η μέθοδος αυτή συσχετίζει την αξία μιας επιχείρησης με: 1. τις πωλήσεις της, 2. το περιθώριο του λειτουργικού κέρδους της, 3. τη μελλοντική ανάπτυξή της, 4. τις μελλοντικές της ανάγκες για επενδύσεις, 5. την απόδοση που θα

Στη συνέχεια, αναγνωρίζοντας ότι «ένα σενι σήμερα αξίζει όσο ένα δολάριο στο μακρινό μέλλον» πρέπει να εξισώσουμε τις μελλοντικές αυτές ταμειακές ροές με σημερινά ποσά. Αυτή είναι η διαδικασία της προεξόφλησης που στην ουσία είναι η ανάποδη διαδικασία της κεφαλαιοποίησης, του ανατοκισμού. Στην προεξόφληση βρίσκουμε το ποσό που αν το είχαμε σήμερα και το τοκίζαμε με το προεξοφλητικό επιτόκιο, θα φτάναμε στο ποσό της μελλοντικής ταμειακής ροής.

Ποιο είναι όμως το προεξοφλητικό επιτόκιο; Είναι το επιτόκιο που θα βρίσκαμε στην καλύτερη δυνατή εναλλακτική αντίστοιχου κινδύνου και διάρκειας.

Στην πιο ολοκληρωμένη και σωστή μορφή της, η μέθοδος DCF απαιτεί τον υπολογισμό των ταμειακών ροών που είναι διαθέσιμες σε μετόχους και δανειστές (ελεύθερες ταμειακές ροές). Δεν υπολογίζουμε ως εκροή τους χρεωστικούς τόκους και το επιτόκιο προεξόφλησης είναι ο σταθμισμένος μέσος όρος της απόδοσης που αναζητούν μέτοχοι και δανειστές (WACC). Από τις προεξοφλημένες ταμειακές ροές αφαιρούμε τα σημερινά δάνεια για να βρούμε το ποσό που θα πάρουν στο χέρι οι ιδιοκτήτες της επιχείρησης.

Με την προϋπόθεση ότι τα κέρδη, προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων (EBITDA) αποτελούν καλή προσέγγιση των ταμειακών ροών -ένα πολύ μεγάλο εάν και με ένα ακόμα μεγαλύτερο εάν ότι τα κέρδη αυτά είναι διατηρήσιμα, και ότι έχουμε αφαιρέσει και τις αναγκαίες επενδύσεις εκσυγχρονισμού, η μέθοδος DCF απλοποιείται μαθηματικά στη χρ-

ση ενός Πολλαπλασιαστού Κερδών, ενός Πολλαπλασιαστού που είναι το αντίστροφο του επιτοκίου προεξόφλησης. Πολλαπλασιαστής 5 = απόδοση 20%, Πολλαπλασιαστής 4 = απόδοση 25% κ.ο.κ.

Πού βρίσκουμε Πολλαπλασιαστές για τον κόσμο των μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων; Σε βάσεις δεδομένων όπως η Pratt's Stats και η Bizcomps ή ακόμα και μέσα από μελέτες που έχουν καταγράψει τις ζητούμενες αποδόσεις ανάλογα με τα χαρακτηριστικά μιας επιχείρησης.

Και τα ποιοτικά χαρακτηριστικά της επιχείρησης δεν μετράνε; Το ιστορικό, η κατάσταση του εξοπλισμού, το όνομα, οι σχέσεις με τους εργαζομένους; Και βέβαια μετράνε. Οτιδήποτε μειώνει τον κίνδυνο ή αυξάνει την αναμενόμενη απόδοση, αυξάνει την αξία. Οτιδήποτε κάνει τη μελλοντική μας πρόβλεψη πιο σίγουρη, αυξάνει την αξία. Τα στοιχεία αυτά πρέπει να τα έχουμε ήδη ενσωματώσει και στις ταμειακές ροές και στο προεξοφλητικό επιτόκιο στη μέθοδο DCF, αλλά και στην επιλογή Πολλαπλασιαστού, μέσα πάντα από το αντιπροσωπευτικό για το μέγεθος και τον κλάδο της επιχείρησης εύρος.

Υπάρχουν πολλές άλλες μέθοδοι υπολογισμού της αξίας μιας επιχείρησης, όπως η προεξόφληση των μελλοντικών μερισμάτων και η κεφαλαιοποίηση της επίσης υπερπροσόδου, στην οποία βασίζεται και ο υπολογισμός της εφορίας.

Άφρησα συνεπιδτά τελευταίες τις μεθόδους που υπολογίζουν την αξία μιας επιχείρησης ως το άθροισμα της αξίας των περιουσιακών της στοιχείων. Τις άφρησα τελευταίες γιατί στον κόσμο των μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων υπάρχει ένα μόνο περιουσιακό στοιχείο που ο υποψήφιος αγοραστής δεν μπορεί να φτιάξει μόνος του: Η φήμη και πελατεία. Και για αυτό πληρώνει.

[SID:8421365]

## Πώς υπολογίζουμε την αξία μίας εταιρείας

**Κρίσιμο μέγεθος για την πώληση ή και τη μεταβίβαση μιας επιχείρησης είναι ο υπολογισμός της αξίας της. Στο πώς υπολογίζουμε την αξία μιας επιχείρησης, μας εξηγούν στο σημερινό τους άρθρο ο Χρήστος Ρούσης και ο Γιάννης Εμπέογλου.**

απαιτήσει ένας επενδυτής σε αυτή, βάσει του ρίσκου που έχει η επιχείρηση. Η απόδοσή αυτή ονομάζεται και προεξοφλητικό επιτόκιο γιατί οι μελλοντικές ταμειακές ροές προεξοφλούνται -μετατρέπονται σε σημερινές αξίες- βάσει αυτού του επιτοκίου. Είναι λοιπόν κατανοητό ότι η αποτίμηση της αξίας μίας επιχείρησης έχει ένα σημαντικό κομμάτι μεθοδολογίας με θεωρητική επιστημονική βάση που στηρίζεται σε ένα αποδεκτό οικονομικό μοντέλο, αλλά οι παράγοντες που πρέπει να συνεκτιμηθούν και να εισαχθούν στο μοντέλο καθώς και η συνεκτίμηση ποιοτικών παραγόντων απαιτούν σωστή κρίση και εκτίμηση, που μόνο εξειδικευμένοι άνθρωποι μπορούν να σας παρέχουν.

**Ο Γιάννης Εμπέογλου:** Η αξία μίας επιχείρησης υπολογίζεται όπως και η αξία οποιασδήποτε επένδυσης, απαντώντας σε 4 απλά ερωτήματα: πόσα θα εισπράξω (πο σωστά πόσα θα είναι στη διάθεση μου να εισπράξω), πότε θα τα εισπράξω, πόσο ρεαλιστικές είναι οι εκτιμήσεις για τις μελλοντικές εισπράξεις και τι κινδυνεύω να χάσω αν δεν επαληθευθούν οι εκτιμήσεις μου.

Η αξία μίας επιχείρησης υπολογίζεται με βάση 2 παραμέτρους: το εισόδημα που ρεαλιστικά αναμένουμε ότι η επιχείρηση μπορεί να παράγει και την αβεβαιότητα που συνοδεύει την εκτίμησή μας αυτή. Τεχνικά, ο υπολογισμός αυτός ενσωματώνεται στη μέθοδο της προεξόφλησης των μελλοντικών ταμειακών ροών (DCF).

Χρησιμοποιώντας τη μέθοδο DCF το πρώτο μας μέλημα είναι να υπολογίσουμε σωστά τις ρεαλιστικά αναμενόμενες ταμειακές ροές. Όχι τα κέρδη. Τις ταμειακές ροές. Τα λεφτά που θα εισρεύσουν ή θα εκρεύσουν από τα διαθέσιμα της επιχείρησης. Και πρέπει, στη συνέχεια, να συνυπολογίσουμε πόσο μακριά μπορεί να βρεθούμε από την εκτίμησή μας αυτή.