

## **IRAJ VIEW on EBITDA**

### **Η “Ελαφρότητα” του EBITDA (Κέρδη προ Τόκων, Φόρων και Αποσβέσεων) και των Παραγώγων Δεικτών Αποτίμησης στην Ελληνική Αγορά Μετοχών**

#### **Πως Πρέπει να Χειριζόμαστε Έναν Περιορισμένο σε Μηνύματα Χρηματοοικονομικό Όρο**

Η ιδιοσυγκρασία των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο επιχειρήσεων αποκτά σταδιακά νέες διαστάσεις στην Ελληνική κεφαλαιαγορά, καθώς αρκετές εταιρίες – επηρεαζόμενες από τις διεθνείς τάσεις - τείνουν να παρουσιάζουν τα κέρδη τους με κύριο αν όχι αποκλειστικό γνώμονα την εξαγωγή της καλύτερης δυνατής εικόνας στην εκάστοτε χρονική στιγμή. Στην περίοδο του 1999, όπου οι εταιρικές κερδοφορίες ενισχύονταν θεαματικά από τα χρηματοοικονομικά κέρδη, οι εισηγμένες εταιρίες προέβαλλαν την τελική κερδοφορία τους - δηλαδή τα καθαρά κέρδη προ φόρων ή μετά από φόρους και δικαιώματα μειοψηφίας - και τους εξαγόμενους δείκτες τιμής προς κέρδη ανά μετοχή (γνωστούς και ως P/E) με βάση το τελικό μέγεθος της κερδοφορίας τους. Τρία χρόνια μετά, οι καιροί άλλαξαν με δραματικό τρόπο, με αποτέλεσμα ότι βρίσκεται κάτω από τα λειτουργικά κέρδη στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης να αποκτά ολοένα και λιγότερη σημασία τόσο για την εισηγμένη επιχείρηση όσο και για τους αναλυτές, και κατ' επέκταση για τους ίδιους τους επενδυτές.

Σήμερα μάλιστα δεν είναι καθόλου αραιό το φαινόμενο, τα κέρδη προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων (λειτουργικά κέρδη ή EBITDA) να αποτελούν το επίκεντρο των εκάστοτε τριμηνιαίων ανακοινώσεων γύρω από το επίπεδο κερδοφορίας αρκετών Ελληνικών επιχειρήσεων. Οι εταιρίες αυτές αποτελούν ένθερμους οπαδούς της λειτουργικής κερδοφορίας και του EBITDA, διότι συνήθως είτε βρίσκονται σε ένα μεταβατικό στάδιο υψηλών επενδύσεων, προκειμένου να εμφανίσουν στο μέλλον ισχυρότερη τελική κερδοφορία (καθαρά κέρδη μετά από φόρους), είτε υποφέρουν από χρόνια προβλήματα υψηλών χρεωστικών τόκων, αρνητικών υπεραξιών και αποσβέσεων, τα οποία δεν καθίσταται εφικτό να επιλυθούν με επωφελητή τρόπο στο προσεχές μέλλον.

#### **Πώς Άρχισε η Χρήση των Λειτουργικών Κερδών (EBITDA)**

Τα κέρδη προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων χρησιμοποιήθηκαν για πρώτη φορά – πριν από αρκετά χρόνια - από τραπεζικούς, επενδυτικούς και αναλυτικούς κύκλους μέσα από την ανάγκη να υπάρξει μία διαφορετική οπτική γωνία αξιολόγησης της εταιρικής κερδοφορίας.

“Αφήνοντας απέξω” παράγοντες όπως τους χρεωστικούς τόκους, τα έσοδα / έξοδα από χρηματοοικονομικές πράξεις και τις αποσβέσεις επί των παγίων στοιχείων, οι επαγγελματίες της αγοράς προσπάθησαν εμμέσως να υποστηρίξουν την υπόθεση ότι εφόσον μία εταιρία επιλέξει τις κατάλληλες επενδύσεις για την περαιτέρω ανάπτυξή της, τότε το EBITDA αντικατοπτρίζει αρκετά καλά την ικανότητα της εισηγμένης επιχείρησης να πετυχαίνει την επιθυμητή τελική κερδοφορία. Βέβαια σε δύσκολες οικονομικές περιόδους ή όταν οι επενδύσεις δεν απέδιδαν τα αναμενόμενα αποτελέσματα, προκειμένου να καλύψουν τους επερχόμενους τόκους και αποσβέσεις, τα λειτουργικά κέρδη (EBITDA) έτειναν να μην “λένε ολόκληρη την αλήθεια” στους αναλυτές, αλλά και έμμεσα στους ενδιαφερόμενους επενδυτές. Από την άλλη πλευρά, ερχόμενοι στη σημερινή εποχή, για τις εταιρίες εκείνες οι οποίες δεν έχουν την ανάγκη μεγάλων και συχνών επενδύσεων σε πάγια περιουσιακά στοιχεία ή πληρωμής υψηλών χρεωστικών τόκων, τα λειτουργικά κέρδη τείνουν εκ των πραγμάτων να αποτελούν ένα ικανοποιητικό μέτρο διασφάλισης ρευστότητας (ταμειακών ροών), ιδιαίτερα όταν τα περιουσιακά στοιχεία είναι μεγάλης χρονικής διάρκειας.

### Οι Ελληνικές Εισηγμένες Εταιρίες Απέναντι στον “Πειρασμό” του EBITDA

ΥΠΕΡ του EBITDA είναι Εταιρίες με:	ΚΑΤΑ του EBITDA είναι Εταιρίες με:
Υψηλές επενδύσεις σε πάγια στοιχεία όπου απαιτείται χρόνος για την απόδοση των επενδυμένων κεφαλαίων	Συγκριτικά λιγότερο φιλόδοξες επενδύσεις και μικρότερο χρόνο αποπληρωμής τους
Περιουσιακά στοιχεία που έχουν μικρότερη διάρκεια ζωής και “προκαλούν” υψηλότερες ετήσιες αποσβέσεις	Περιουσιακά στοιχεία με συγκριτικά μεγαλύτερη διάρκεια ζωής
Θυγατρικές μονάδες που εμφανίζουν μικρή κερδοφορία ή είναι ζημιολόγες	Χρηματοοικονομικά υγιείς και κερδοφόρες θυγατρικές επιχειρήσεις
Υψηλά χρηματοοικονομικά έξοδα (λόγω μεγάλου τραπεζικού δανεισμού), μη ανάλογα της δυνητικής απόδοσης των επενδύσεων των δανειζόμενων εταιριών	Ορθολογικά χρηματοοικονομικά έξοδα που δεν αλλοιώνουν την εικόνα της τελικής κερδοφορίας
“Υποβόσκουσες” υποαξίες οι οποίες στο μέλλον θα πρέπει να εμφανισθούν στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης	Αποτελέσματα απαλλαγμένα από αγοραπωλησίες χρεογράφων ή / και αρνητικές υπεραξίες
Μικρά περιθώρια καθαρού κέρδους (δείκτης κερδών μ.φ. ως προς τις πωλήσεις)	Ικανοποιητικά ή υψηλά περιθώρια καθαρού κέρδους

Σημείωση: Οι ανωτέρω επισημάνσεις είναι απλώς ενδεικτικές και δεν εξαντλούν τα κίνητρα εκείνα, τα οποία θέτουν τις εισηγμένες επιχειρήσεις υπέρ ή κατά του EBITDA.

Πηγή: [www.iraj.gr](http://www.iraj.gr) (Investment Research & Analysis Journal)

### Τα Προβλήματα της Χρήσης των Λειτουργικών Κερδών

Σήμερα, το κυρίαρχο κριτήριο επιλογής μετοχικών αξιών από τους ανά τον κόσμο αναλυτές και επενδυτές είναι η μέθοδος της συγκριτικής αποτίμησης, ενώ σε δεύτερη “μοίρα” έρχονται μέθοδοι όπως η

προεξόφληση των ελεύθερων ταμειακών ροών, η προεξόφληση των μελλοντικών μερισμάτων κλπ.. Με άλλα λόγια, το 80%-90% των προσεγγίσεων αξιολόγησης μιας εταιρίας και της μετοχής της γίνεται μέσω της σύγκρισης δεικτών όπως ο πολλαπλασιαστής κερδών (P/E) ή η αξία της επιχείρησης προς τα λειτουργικά κέρδη (EV/EBITDA) με τους αντίστοιχους δείκτες άλλων – συναφής δραστηριότητας - εταιριών σε εθνικό επίπεδο (π.χ. του Ελληνικού βιομηχανικού κλάδου ) ή σε διεθνές επίπεδο (π.χ. του Ευρωπαϊκού βιομηχανικού κλάδου). Από την άλλη πλευρά όμως, το μεγαλύτερο μέρος των συγκριτικών αποτιμήσεων επικεντρώνεται στον πολλαπλασιαστή κερδών, ο οποίος με τη σειρά του εξάγεται μέσω της τελικής κερδοφορίας μιας εισηγμένης στο Χρηματιστήριο επιχείρησης, και όχι μέσω της λειτουργικής της επίδοσης. Συνεπώς, σε επίπεδο δημοφιλέστερης προσέγγισης κατά την αποτίμηση μιας μετοχής, τα λειτουργικά κέρδη και οι βασιζόμενοι σε αυτά δείκτες αποτίμησης υστερούν σε σημαντικό βαθμό έναντι των αντίστοιχων δεικτών που εξάγονται μέσω της τελικής κερδοφορίας.

Παράλληλα, τα λειτουργικά κέρδη (EBITDA) τείνουν εκ φύσεως να ωραιοποιούν την εικόνα μιας εισηγμένης επιχείρησης σε διάφορα επίπεδα. Σε πρώτη βάση, “αποκρύπτουν” έμμεσα την ικανότητα της εταιρίας να αποπληρώνει τις δανειακές της υποχρεώσεις. Είναι ενδεικτικό ότι κατά την οικονομική χρήση του 2000, από τις 147 εταιρίες που υπέπεσαν στην αντίληψη του διεθνούς οίκου αξιολόγησης Moody’s να έχουν πτωχεύσει στις αμερικανικές αγορές, οι περισσότερες εξ’ αυτών αποδείχθηκε, εκ των υστέρων, ότι δανείστηκαν κεφάλαια με κριτήριο τις επιδόσεις τους σε επίπεδο EBITDA. Σε επίπεδο αποτίμησης, οι δείκτες EV/EBITDA εκφράζονται σχεδόν πάντα σε χαμηλότερα επίπεδα από τα αντίστοιχα του δείκτη τιμής προς κέρδη ανά μετοχή, με αποτέλεσμα να δημιουργείται η εντύπωση ότι η εκάστοτε εξεταζόμενη μετοχή διαπραγματεύεται σε ελκυστικότερα επίπεδα. Για παράδειγμα, μια μετοχή με δείκτη P/E 18x, μπορεί να έχει δείκτη EV/EBITDA 12x, με το δεύτερο να αποτελεί μια πιο “θελκτική” αλλά αρκετά παραπλανητική (όχι βέβαια σε όλες τις περιπτώσεις) εκδοχή του πρώτου. Το κυριότερο πρόβλημα όμως έγκειται στη λογιστική εξαγωγή του μεγέθους EBITDA, εξαγωγή η οποία όταν γίνεται από τους αναλυτές ή από τις ίδιες τις ελληνικές εισηγμένες επιχειρήσεις, διαφέρει ή τροποποιείται – συνειδητά ή μη - από εταιρία σε εταιρία και από κλάδο σε κλάδο. Αντίθετα, τα κέρδη (μετά από φόρους) ανά μετοχή που χρησιμοποιούνται στην εξαγωγή του δείκτη P/E, δεν επιδέχονται πολλαπλών μεθόδων εξαγωγής, με αποτέλεσμα ο εν λόγω δείκτης αποτίμησης να καθίσταται πιο αξιόπιστος έναντι του EV/EBITDA. Μάλιστα αρκετές φορές παρατηρείται το φαινόμενο, μία μετοχή η οποία εμφανίζεται ως η πιο φθηνή με βάση το δείκτη EV/EBITDA μεταξύ ενός δείγματος εισηγμένων εταιριών, να είναι ουσιαστικά ακριβότερη εάν εξετασθεί με βάση το – συγκριτικά πιο “αξιόπιστο” – κριτήριο του δείκτη P/E.

### Τελικά Συμπεράσματα

Είναι φανερό ότι η έμφαση στα λειτουργικά κέρδη αποτελεί έμμεση παραδοχή της βεβαιότητας ότι οι επενδύσεις μιας εισηγμένης επιχείρησης θα αποδώσουν τα αναμενόμενα αποτελέσματα στο μέλλον και ότι θα υπερκαλύψουν τις ανάγκες αποπληρωμής των δανειακών της υποχρεώσεων. Συνεπώς, ως πρακτική αντιτίθεται στην αρχή της συντηρητικότητας την οποία πρέπει να λαμβάνουν υπόψη τόσο οι εισηγμένες εταιρίες που γνωστοποιούν τις οικονομικές τους επιδόσεις στην επενδυτική κοινότητα όσο και οι αναλυτές που βασίζουν τα χρηματοοικονομικά τους μοντέλα σε παραδοχές οι οποίες στο μέλλον ενδεχομένως να αποδειχθούν εύθραυστες. Τα λειτουργικά κέρδη (EBITDA) και οι βασιζόμενοι σε αυτά δείκτες αποτίμησης δεν αποτελούν επίσης αναγκαία συνθήκη στην επιλογή μετοχικών αξιών, ενώ μόνο υπό προϋποθέσεις δύνανται να αποτελέσουν ικανή συνθήκη στην αναζήτηση μιας ελκυστικής αποτίμησης. Σε κάθε περίπτωση πάντως, ενώ ο πολλαπλασιαστής κερδών μπορεί να αποτελέσει αυτόνομο μέτρο σύγκρισης και αποτίμησης εταιριών / μετοχών, το μέγεθος EBITDA πρέπει σχεδόν πάντα να χρησιμοποιείται σε συμπληρωματική και όχι εξαντλητική βάση από τους ενδιαφερόμενους επαγγελματίες της αγοράς.

Νικόλαος Ηρ. Γεωργιάδης  
Investment Research & Analysis Journal  
[www.iraj.gr](http://www.iraj.gr)

Δείγμα Εταιριών	Δείκτης EV / EBITDA 2001	Κατάταξη Αποτίμησης	Δείκτης P / E 2001	Κατάταξη Αποτίμησης
Chipita	7,10	4	10,07	6
Folli - Follie	19,66	10	19,55	10
Hyatt	10,97	8	14,60	8
Jumbo	7,27	5	7,23	1
Kleemann	6,54	3	9,38	3
Lavipharm	5,87	2	9,14	2
Αγροτικός Οίκος Σπύρου	7,76	6	10,07	5
Γερμανός	9,27	7	11,42	7
Ελληνική Υφαντουργία	4,96	1	9,99	4
Ιασώ	12,06	9	18,56	9

Σημείωση: Τιμές 19/11/2002 - Οι δείκτες αποτίμησης εξάγονται βάσει ιστορικών στοιχείων.

Πηγή: Investment Research & Analysis Journal - [www.iraj.gr](http://www.iraj.gr)

### Ειδική Ανακοίνωση προς Όλα τα Ενδιαφερόμενα Μέρη

---

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

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

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

---