
“ IT IS ALL ABOUT CASH ! ”

ΟΛΗ Η ΑΞΙΑ

ΕΙΝΑΙ ΣΤΑ ΜΕΤΡΗΤΑ !

Με την ευγενική χορηγία



Η ικανότητα και δυνατότητα να “παράγει” ρευστότητα
καθορίζει την αξία της επιχείρησης

Valuation &
Research
Specialists



Ο Οίκος Έρευνας & Ανάλυσης “VRS” δραστηριοποιείται στην παροχή εξειδικευμένων χρηματοοικονομικών υπηρεσιών σε εταιρικούς πελάτες υψηλών προδιαγραφών που δραστηριοποιούνται σήμερα στην εγχώρια και τη διεθνή κεφαλαιαγορά.

Κύρια αποστολή του είναι η προσφορά υψηλού επιπέδου έρευνας, ανάλυσης και αποτίμησης εταιριών, μέσω της συστηματικής παρακολούθησης και μελέτης όλων των χρηματοοικονομικών εξελίξεων στις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίου. Οι συντελεστές του οίκου “VRS” διαθέτουν πολυετή εμπειρία στο χώρο της εγχώριας και διεθνούς οικονομίας καθώς και σε πεδία έρευνας και ανάλυσης των κεφαλαιαγορών, με παράλληλη εξειδίκευση στους τομείς της ανάλυσης και αποτίμησης εισηγμένων και μη εταιριών.

“It is all about Cash!”

Όλη η Αξία Είναι στα Μετρητά!



Νικόλαος Ηρ. Γεωργιάδης (*)

Οι επενδυτές στο Χρηματιστήριο και οι αναλυτές στις επενδυτικές τράπεζες και τις χρηματιστηριακές εταιρίες έχουν την τάση παραμερίζουν συχνά τη σημασία της ρευστότητας (ταμειακών ροών ή cash στην αγγλική ορολογία) μιας επιχείρησης στη διαμόρφωση και ανάδειξη της αξίας για τους μετόχους. Αναμφίβολα το επενδυτικό κριτήριο που κυριαρχεί στη χρηματιστηριακή κοινότητα, όπως π.χ. της Αμερικής και της Ευρώπης, είναι ο πολλαπλασιαστής (καθαρής ή λειτουργικής) κερδοφορίας που διαμορφώνει την κυρίαρχη άποψη περί ελκυστικής ή μη χρηματιστηριακής αξίας.

Στο τέλος της ημέρας όμως αυτό που μένει και είναι χειροπιαστό δεν είναι τίποτε άλλο από το ταμείο της επιχείρησης. Είναι γνωστό ότι η πραγματική αξία μιας επιχείρησης, εισηγμένης ή μη, προέρχεται μέσα από τη διαδικασία αποτίμησης, η οποία συνήθως αποτελεί «επίπονη» μέθοδο με πολλές υποθέσεις και παραμέτρους που χρήζουν προσοχής. Σε αυτή τη διαδικασία, βασικός προσδιοριστικός παράγοντας της χρηματοοικονομικής υγείας και αξίας της επιχείρησης είναι το ταμείο της. Όμως για την εκτίμηση του ταμείου, δηλαδή της ρευστότητας μιας εταιρίας, οι προσεγγίσεις διαφέρουν και ποικίλουν. Για παράδειγμα, στη μεθοδολογία του DCF, η εξαγωγή της εταιρικής αξίας βασίζεται σε μία λιγότερο αυστηρή προσέγγιση των μελλοντικών ταμειακών ροών, η οποία υπερτιμά τη δυνατότητα της επιχείρησης να παράγει ρευστότητα.

Στην πράξη, μία εταιρία μπορεί συχνά να εμφανίζει ισχυρές ελεύθερες ταμειακές ροές, αλλά η πραγματική της ρευστότητα να μην είναι υψηλή. Αυτό θα συμβαίνει, για παράδειγμα, εάν υπάρχουν υψηλοί πελάτες και αποθέματα, χαμηλοί προμηθευτές, και συνεπώς μεγάλος σε χρονική διάρκεια κύκλος κεφαλαίου κίνησης. Επίσης κάτι ανάλογο, δηλαδή με αρνητική επίπτωση στην ταμειακή ροή της επιχείρησης, μπορεί να συμβαίνει εάν σε δύο διαδοχικά έτη παρατηρείται σημαντική αύξηση πελατών και αποθεμάτων ή / και σημαντική υποχώρηση προμηθευτών. Αυτό που πρέπει να προσέχει μία επιχείρηση είναι αυξάνει τις

υγιείς πωλήσεις της και να περιορίζει τις προβληματικές πωλήσεις της.

Στη χρηματοοικονομική επιστήμη, έχει τόσο εμπειρικά όσο και θεωρητικά αποδειχθεί ότι μία επιχείρηση είναι προτιμότερο να πωλεί προϊόντα με μικρά περιθώρια κέρδους, αλλά με λίγες ημέρες είσπραξης (χαμηλή ταχύτητα κυκλοφορίας πελατών και αποθεμάτων), παρά να πωλεί προϊόντα με υψηλά περιθώρια κέρδους, τα οποία ταυτόχρονα απαιτούν περισσότερες ημέρες είσπραξης.

Μεθοδολογία DCF

Πωλήσεις

Κέρδη προ Τόκων και Φόρων

Μείον: Φόροι

Λειτουργικό Κέρδος

Πλέον: Αποσβέσεις

Λειτουργικές Ταμειακές Ροές

Μείον: Μεταβολή σε Κεφάλαιο Κίνησης

Μείον: Κεφαλαιουχικές Δαπάνες

Ελεύθερες Ταμειακές Ροές στην Επιχείρηση

(Free Cash Flow to the Firm - FCFF)

Η πιο απλή προσέγγιση για τη διαπίστωση υγιούς ή μη ρευστότητας στη χρηματοοικονομική επιστήμη είναι η εξαγωγή της κατάστασης των ταμειακών ροών μιας επιχείρησης (βάσει της έμμεσης μεθόδου). Με τον τρόπο αυτό, καθίσταται φανερή η δυνατότητα της επιχείρησης να δημιουργεί ταμειακές ροές ή με απλά λόγια, η ικανότητα της διοίκησης να «γεμίζει» το ταμείο της επιχείρησης με ρευστό χρήμα. Η παρακάτω κατάσταση ταμειακών ροών χαρακτηρίζει μία επιχείρηση που δημιουργεί αξία για τους μετόχους της. Διαθέτει ιδιαίτερα υψηλή ρευστότητα από λειτουργικές δραστηριότητες (είναι εκείνο το τμήμα των ταμειακών ροών που εξαρτάται από την καθαρή κερδοφορία και το κεφάλαιο κίνησης), η οποία υψηλή ρευστότητα υπερκαλύπτει τις ανάγκες της επιχείρησης για επενδύσεις.

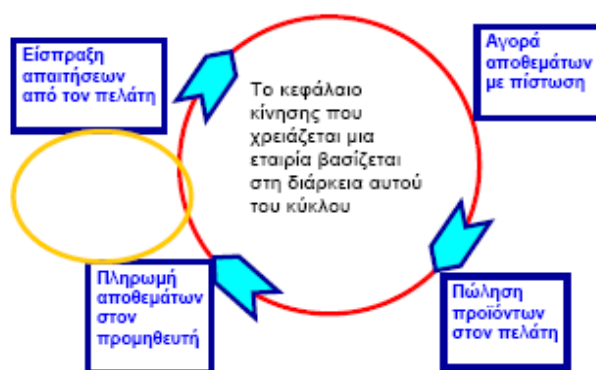
Βέβαια είναι η «απόλυτη» τέχνη για την οικονομική διεύθυνση της κάθε σύγχρονης επιχείρησης να κατορθώνει σε μία χρονική περίοδο να μειώνει πελάτες και αποθέματα και να αυξάνει προμηθευτές, αλλά και ταυτόχρονα τα τρία αυτά μεγέθη να μην είναι υψηλά σε σύγκριση με τον κύκλο εργασιών και το κόστος πωλήσεων της επιχείρησης. Αυτός λοιπόν είναι ο «τέλειος συνδυασμός», ο οποίος να μην είναι σπάνιος, αλλά σε καμία περίπτωση δεν είναι ανέφικτος.

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

Ταμειακές Ροές από Λειτουργικές Δραστηριότητες		
Καθαρά κέρδη μετά από φόρους	180	
Αποσβέσεις	100	
Μείωση σε λογαριασμούς εισπρακτέους	100	
Μείωση σε αποθέματα	300	
Αύξηση σε λογαριασμούς πληρωτέους	200	
Μείωση σε μεταβατικές υποχρεώσεις	-100	
Ταμειακές Ροές από Λειτουργικές Δραστηριότητες		780
Ταμειακές Ροές από Επενδυτικές Δραστηριότητες		
Αύξηση παγίων (προ αποσβέσεων)	-300	
Μεταβολή συμμετοχών	0	
Ταμειακές Ροές για Επενδυτικές Δραστηριότητες		-300
Ταμειακές Ροές από Χρηματοδοτικές Δραστηριότητες		
Μείωση σε γραμμάτια πληρωτέα	-100	
Αύξηση μακροπρόθεσμου δανεισμού	200	
Μεταβολή ιδίων κεφαλαίων (χωρίς τα κέρδη εις νέο)	0	
Μερίσματα πληρωθέντα	-80	
Ταμειακές Ροές από Χρηματοδοτικές Δραστηριότητες		20
Καθαρή Αύξηση Ταμειακής Ρευστότητας		500

Συνεπώς, η κάθε εταιρία «θέλει» να δημιουργεί αξία, η οποία αργά ή γρήγορα θα ενδυναμώσει και τη θεωρητική της χρηματιστηριακή αξία. Ο βασικός τρόπος για την επίτευξη αυτού του σκοπού είναι η ενδυνάμωση των ταμειακών ροών, δηλαδή του ταμείου της, και η διατήρηση υψηλού κεφαλαίου κίνησης. Αυτό θα συμβεί με τη σειρά του, όσο μειώνεται το χρονικό διάστημα που μεσολαβεί από τη χρονική στιγμή που η επιχείρηση πληρώνει τους προμηθευτές της έως τη χρονική στιγμή που η επιχείρηση εισπράττει χρήματα από τους πελάτες της.

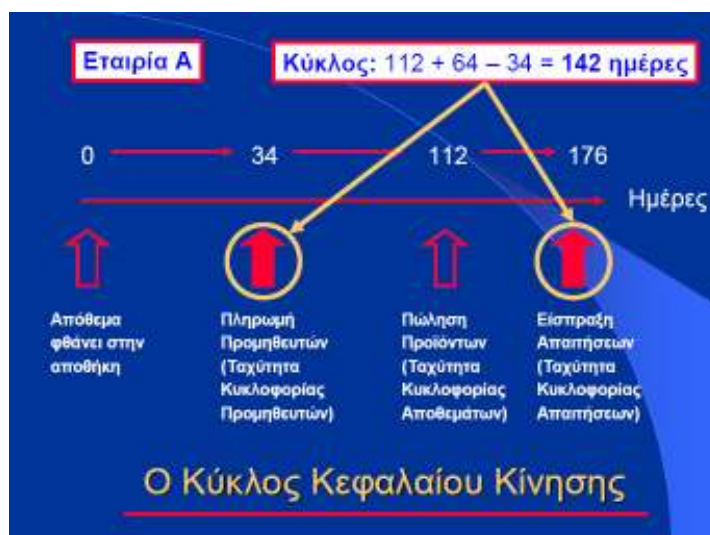
Ο Κύκλος Κεφαλαίου Κίνησης



Πηγή: Valuation & Research Specialists (VRS)

Από τα όσα προαναφέρθηκαν, καθίστανται φανερά αυτά τα οποία πρέπει να προσέχει μία επιχείρηση για να δημιουργεί ισχυρές ταμειακές ροές. Πρώτον, από την πλευρά του ενεργητικού, να μην διατηρεί πολύ υψηλούς πελάτες σε απόλυτα μεγέθη ή σε σύγκριση με τον ετήσιο κύκλο εργασιών της (πωλήσεις). Επίσης να μην διατηρεί πολύ υψηλά αποθέματα σε σύγκριση με το κόστος πωλήσεων ή σε απόλυτα μεγέθη. Παράλληλα από έτος σε έτος, τόσο οι πελάτες όσο και τα αποθέματα δεν είναι καλό να αυξάνονται σημαντικά. Δεύτερο, από την πλευρά του παθητικού, η επιχείρηση πρέπει να διατηρεί όσο το δυνατό υψηλότερους προμηθευτές σε σύγκριση με το κόστος πωλήσεων (αρκεί βέβαια να μην αναγκάζεται να πληρώνει για τα αποθέματά της ενσωματωμένους τόκους στις τιμές αγοράς τους). Επίσης, η επιχείρηση θέλει το άθροισμα του ταμείου της, των πελατών της και των αποθεμάτων της να υπερβαίνει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της, αλλά όχι σε μεγάλο βαθμό, π.χ. πάνω από 1,5 φορές. Όταν ο λόγος αυτός είναι μεγαλύτερος της 1,5 φορές, τότε σημαίνει ότι η επιχείρηση διατηρεί υψηλά αποθέματα ή πελάτες. Ο υψηλός λόγος είναι ίσως αναγκαίος να υφίσταται σε παραγωγικές επιχειρήσεις με μεγάλη διάρκεια παραγωγής (π.χ. εταιρίες ιχθυοκαλλιέργειας, μαρμάρων, κ.λ.π.), αλλά και σε αυτές τις περιπτώσεις δεν δημιουργεί, αλλά φθείρει την αξία της επιχείρησης.

Ας δούμε το παράδειγμα της εταιρίας Α, η οποία χρειάζεται 34 ημέρες για να πληρώσει τους προμηθευτές της, 112 ημέρες για να πωλήσει τα προϊόντα της και άλλες 64 ημέρες (αρχίζουν να μετράνε από την πώληση των προϊόντων) για να εισπράξει από τους πελάτες της. Συνεπώς, ο κύκλος κεφαλαίου κίνησης είναι 142 ημέρες, δηλαδή πάνω από 4 μήνες μεσολαβούν από τη χρονική στιγμή που πληρώνει η επιχείρηση τους προμηθευτές της, μέχρι τη χρονική στιγμή που εισπράττει από τους πελάτες της. Η εταιρία Α μάλλον θα είναι μία εταιρία με παραγωγική δραστηριότητα (π.χ. μία εταιρία τροφίμων).



Πηγή: Valuation & Research Specialists (VRS)

Πιο κάτω, παρουσιάζεται ένα άλλο παράδειγμα, της εταιρίας B, η οποία χρειάζεται 27 ημέρες για να πληρώσει τους προμηθευτές της, 4 ημέρες για να πωλήσει τα προϊόντα της και μόλις 1 ημέρα (αρχίζει να μετράει από την πώληση των προϊόντων) για να εισπράξει από τους πελάτες της. Συνεπώς, ο κύκλος κεφαλαίου κίνησης είναι αρνητικός, -22 ημέρες. Με άλλα λόγια, για 22 ημέρες η εταιρία B έχει εισπράξει χρήματα από τους πελάτες της και τα τοκίζει ενδεχομένως σε κάποια τράπεζα μέχρι να πληρώσει τους προμηθευτές της. Η εταιρία B μάλλον θα είναι μία εταιρία με εμπορική δραστηριότητα (π.χ. μια μεγάλη αλυσίδα λιανεμπορίου ή super market).



Πηγή: Valuation & Research Specialists (VRS)

Τελικά ποια από τις δύο εταιρίες είναι η προτιμότερη, ή με άλλα λόγια, ποια επιχείρηση δημιουργεί περισσότερη αξία; Η εταιρία B φαίνεται να είναι η ιδανική περίπτωση έναντι της εταιρίας A, αλλά όπως συμβαίνει στις περισσότερες φορές στην οικονομική ζωή, η αλήθεια βρίσκεται κάπου στη μέση. Εάν εξάγουμε τους δείκτες γενικής ρευστότητας (κυκλοφορούν ενεργητικό προς βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις) για καθεμιά από τις δύο εταιρίες, θα διαπιστώσουμε, ότι η μεν εταιρία B, η φαινομενικά «καλύτερη» εταιρία, έχει δείκτη μόλις 0,4 φορές, που είναι χαμηλός και σημαίνει ότι τα κυκλοφορούντα στοιχεία της δεν επαρκούν για να καλύψουν τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της, η δε εταιρία A έχει πολύ υψηλό δείκτη γενικής ρευστότητας, 10 φορές, ο οποίος υποδηλώνει μάλλον υψηλούς πελάτες και αποθέματα.



Πηγή: Valuation & Research Specialists (VRS)

Συνεπώς, ο κύκλος κεφαλαίου κίνησης πρέπει καταρχήν να είναι θετικός, ώστε να δίνει δείκτη γενικής ρευστότητας ελαφρώς υψηλότερο της μονάδας. Επίσης, ο κύκλος κεφαλαίου κίνησης πρέπει δεν πρέπει να ισοδυναμεί με πολλές ημέρες (π.χ. 4 μήνες) διότι τότε θα εξάγει υψηλό δείκτη γενικής ρευστότητας, ούτε όμως αρνητικός, διότι τότε θα δίνει χαμηλό δείκτη γενικής ρευστότητας. Μια εταιρία η οποία κατορθώνει να διατηρεί ορθολογικά αποθέματα για τη φύση της δραστηριότητάς της, να μην αυξάνει σημαντικά τους πελάτες της από έτος και έτος (οι πελάτες αυτοί θα πρέπει βέβαια να μην είναι υψηλοί σε απόλυτα μεγέθη, σε σύγκριση με τις πωλήσεις της), και παράλληλα να αυξάνει τους προμηθευτές της σε τέτοια πλαίσια ώστε να μην φτάνει στο σημείο να αγοράζει από αυτούς πρώτες ύλες ή προϊόντα σε μη ανταγωνιστικές τιμές, είναι εκείνη η οποία στο τέλος της ημέρας δημιουργεί αξία για τους μετόχους της. Με τον τρόπο αυτόν, ο κύκλος κεφαλαίου κίνησης διατηρείται σε μικρό αριθμό ημερών, οι ανάγκες της επιχείρησης σε κεφάλαιο κίνησης δεν είναι μεγάλες και τέλος, οι ταμειακές της ροές βαίνουν ισχυρές. Σε αυτήν την περίπτωση, που δεν είναι μεν ιδανική αλλά αντιθέτως είναι εφικτή, η επιχείρηση πραγματοποιεί «υγιείς» πωλήσεις και δημιουργεί αξία για τους μετόχους της.

(*) Υπεύθυνος Ανάλυσης Αγοράς & Μετοχών
“VALUATION & RESEARCH SPECIALISTS”

Value Invest - www.valueinvest.gr
Investment Research & Analysis Journal - www.iraj.gr

ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ

Ειδική Ανακοίνωση προς Όλα τα Ενδιαφερόμενα Μέρη

Η πληροφόρηση που περιέχεται στο δικτυακό τόπο 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 εμπειριστατικό 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 μέρους 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 ιδιαίτερα 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 προσδοκιών 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 δύνανται να αποτελούν ένα μόνο από τα πολλά υπονήφια / 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 (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 δεν καθίστανται σε καμία περίπτωση υπεύθυνοι για πάσης φύσεως ζημίες, 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.
